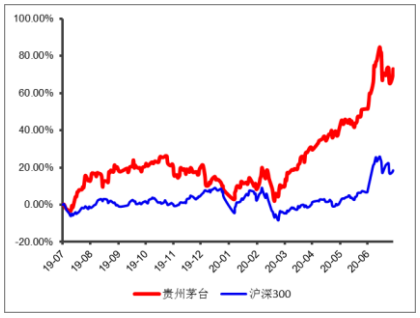
食品饮料 贵州茅台（600519.SH） 维持评级

报告原因：中报点评 **业绩稳健增长，直营渠道加速落地** **买入**

2020 年 7 月 29 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 7 月 28 日

收盘价(元)：1670

年内最高/最低（元）：1787/949.02

流通 A 股/总股本（亿）：12.56/12.56

流通 A 股市值（亿）：20817

总市值（亿）:20817

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：32.80

每股净资产(元)：108.27

净资产收益率：33.12%

分析师：和芳芳

执业登记编码： S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 贵州茅台披露中报：上半年净利润 226.02 亿元，同比增长 13.29%，营收 439.53 亿元，同比增长 11.31%。

事件点评

- **完成两位数增长，直营渠道加速落地。**公司 2020 上半年实现营收 439.53 亿元，同比增长 11.31%，归母净利润 226.02 亿，同比增长 13.29%，其中单 Q2 实现收入 203.36 亿元，同比增长 8.79%，归母净利 95.08 亿元，同比增长 8.92%。收入利润均保持“两位数”增长，为完成全年目标奠定了坚实基础。1）分产品来看，上半年茅台酒收入 393 亿元，同比增长 12.8%；系列酒收入 46.5 亿元，同比减少 0.1%，主要在于为进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力，公司对部分酱香系列酒经销商进行了调整，报告期内增加酱香系列酒经销商 1 家，减少酱香系列酒经销商 293 家。2）分渠道来看，公司上半年直销实现收入 51.5 亿元，同比增加 221.63%，占比 11.7%，同比提升 7.7 个百分点，环比增加 3.8 个百分点，主要在于公司加大对直营、KA 商超、电商等渠道投放；批发渠道实现收入 387.6 亿元，同比增长 2.41%，占比 88.18%。
- **费用投放减少盈利能力提高，预收账款环比改善明显。**公司 2020 上半年销售净利率 54.44%，同比增加 2.97pct，具体来看：1）2020H1 销售毛利率为 91.46%，同比减少 0.41pct，主要在于生产成本增加、产品结构变化及根据新收入准则调整运输费至主营业务成本；2） 2020H1 年度销售期间费用率 9.30%，同比减少 2.74pct，其中销售费用率为 2.55%，同比减少 2.28pct，主要在于受疫情影响，茅台酒市场投入费用减少及根据新收入准则调整运输费至主营业务成本；管理费用率 6.57%，同比减少 0.15pct；财务费用率为-0.16%，同比减少 0.16pct，主要在于商业银行存款利息收入增加。另外，2020H1 销售商品现金流入 464 亿元，同比增加 7.2%，继续保持稳健增长；同时，预收账款（合同负债+其他流动负债）105.7 亿元，同比减少 13.8%，环比增加 37.1%，环比改善明显。
- **2020 年营收目标 10%左右，有望达成全年目标。**虽然当前出现的疫情新形势，对酒业行业短期带来较大影响，但不会出现周期性的变化，

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

酒业行业高质量发展的趋势不会改变，集中化发展的趋势不会改变，高端化发展的趋势不会改变，从长周期看，疫情将进一步提速白酒行业的消费趋势变革。2020 年是公司强基固本、再启征程的起步之年，经营目标实现营业总收入较上年度增长 10%左右。当前茅台酒批价稳定在 2550 元左右，市场价和出厂价仍有较大的价差，且短期供需缺口依旧较大，未来主要通过放量、产品升级以及增加直营渠道达成全年目标。

投资建议

- 由于疫情的影响，茅台一批价 3 月底跌破 2000 元，随着疫情控制和餐饮恢复，批价持续上行，目前稳定在 2550 元左右。公司顺利实现时间过半，任务过半，展望下半年，是白酒传统动销旺季，公司有望量价齐升，完成全年目标。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 473.69 亿、548.39 亿、630.68 亿，EPS 分别为 37.71 元、43.66 元、50.21 元，对应当前股价，PE 分别为 44 倍、38 倍、33 倍。维持 “买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险、疫情发展超预期

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	159,024	198,533	267,537	389,761
现金	13,252	19,907	22,937	26,607
应收账款	77	394	209	295
其他应收款	77	67	83	100
预付账款	1,549	1,727	2,130	2,532
存货	25,286	21,979	20,134	28,648
其他流动资产	118,784	154,458	222,043	331,579
非流动资产	24,018	22,955	21,810	20,894
长期投资	0	0	0	0
固定资产	15,144	14,185	13,226	12,267
无形资产	4,728	4,413	4,119	3,844
其他非流动资产	4,146	4,357	4,466	4,783
资产总计	183,042	221,488	289,347	410,655
流动负债	41,093	40,922	61,539	124,741
短期借款	0	953	21,028	84,855
应付账款	1,514	1,474	1,740	2,011
其他流动负债	39,580	38,494	38,771	37,876
非流动负债	73	21	22	29
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	73	21	22	29
负债合计	41,166	40,943	61,561	124,770
少数股东权益	5,866	9,226	13,112	17,502
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	132,488	168,688	212,043	265,752
归属母公司股东权益	136,010	171,319	214,674	268,383
负债和股东权益	183,042	221,488	289,347	410,655

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	45,211	17,507	(5,382)	(48,573)
净利润	43,970	47,369	54,839	63,068
折旧摊销	1,243	1,274	1,253	1,234
财务费用	0	(225)	228	2,275
投资损失	0	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(117,277)	(34,221)	(65,539)	(119,491)
其他经营现金流	117,274	3,360	3,886	4,391
投资活动现金流	(3,166)	50	50	50
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(3,166)	50	50	50

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,854	99,535	114,684	133,033
营业成本	7,430	8,022	9,186	10,456
营业税金及附加	12,733	14,164	16,090	18,398
销售费用	3,279	3,076	3,200	3,446
管理费用	6,168	6,709	7,500	8,301
财务费用	7	(225)	228	2,275
资产减值损失	0	(0)	(0)	0
公允价值变动收益	(14)	0	0	0
投资净收益	0	50	50	50
营业利润	59,041	67,839	78,529	90,206
营业外收入	9	30	30	30
营业外支出	268	50	50	50
利润总额	58,783	67,819	78,509	90,186
所得税	14,813	17,090	19,784	22,727
净利润	43,970	50,729	58,725	67,459
少数股东损益	2,764	3,360	3,886	4,390
归属母公司净利润	41,206	47,369	54,839	63,068
EBITDA	60,463	68,889	80,011	93,715
EPS（元）	32.80	37.71	43.66	50.21

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	15.10%	12.02%	15.22%	16.00%
营业利润	14.99%	14.90%	15.76%	14.87%
归属于母公司净利润	17.05%	14.95%	15.77%	15.01%
获利能力				
毛利率(%)	91.64%	91.94%	91.99%	92.14%
净利率(%)	46.38%	47.59%	47.82%	47.41%
ROE(%)	30.99%	28.10%	25.78%	23.60%
ROIC(%)	862.27%	39.47%	32.55%	27.88%
偿债能力				
资产负债率(%)	22.49%	18.49%	21.28%	30.38%
净负债比率(%)	20.57%	11.77%	7.49%	4.87%
流动比率	3.87	4.85	4.35	3.12
速动比率	3.25	4.31	4.02	2.89
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.49	0.45	0.38
应收账款周转率	#DIV/0!	608.33	506.42	831.28
应付账款周转率	66.01	66.62	71.36	70.94
每股指标（元）				

流									
筹资活动现金流	(19,284)	(9,991)	8,362	52,193	每股收益(最新摊薄)	32.80	37.71	43.66	50.21
短期借款	0	953	20,075	63,827	每股经营现金流(最新摊薄)	35.99	13.94	(4.28)	(38.67)
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	108.27	136.38	170.89	213.65
普通股增加	0	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	50.9	44.3	38.3	33.3
其他筹资现金流	(19,284)	(10,944)	(11,713)	(11,635)	P/B	15.4	12.2	9.8	7.8
现金净增加额	22,761	7,566	3,030	3,670	EV/EBITDA	24.45	30.59	26.64	23.47

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336