贵州茅台（600519）

公司研究/点评报告

任务过半目标如期完成，直营渠道放量显著提速

——贵州茅台（600519）2020 年半年点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 7 月 29 日

一、事件概述

贵州茅台公布 2020 年半年报，20H1 公司实现营业收入 439.53 亿元，同比+11.31%；实现归属上市公司净利润 226.02 亿元，同比+13.29%，折合 EPS17.99 元。20Q2 单季度公司实现营业收入 195.47 亿元，同比+9.55%；实现归属于上市公司净利润 95.08 亿元，同比+8.92%。

二、分析与判断

➢ 20H1 任务过半目标如期完成，直营渠道放量与经销商队伍企稳是亮点

20Q1 公司实现营业收入 439.53 亿元，同比+11.31%。酒类业务实现 439.12 亿元，同比+11.31%。其中，茅台酒实现收入 392.61 亿元，同比+12.84%，销售速度符合年初两位数增长指引；系列酒实现收入 46.5 亿元，同比-0.10%，收入基本持平预计与报告期内大幅减少系列酒经销商及公司主动控制发货节奏、提振系列酒价盘有关。实现归属上市公司净利润 226.02 亿元，同比+13.29%，主要是报告期内期间费用率下降显著推升了净利率，同时税金及附加占收入比重同比下降 2.28pct。

按销售渠道来看，20H1 公司直销渠道实现收入 51.53 亿元，同比+221.63%，占比提升 7.67pct 至 11.73%，直销占比来到历史新高水平；批发代理渠道实现收入 387.59 亿元，同比+2.41%。从经销商数量来看，报告期末公司有经销商 2156 个，报告期内减少 326 家，Q2 单季度仅减少 10 家（其中，茅台酒经销商减少 5 家，系列酒经销商减少 5 家），经销商队伍大幅度调整动作预计已基本到位。

➢ 期间费用率持续改善，打款彰显公司渠道把控力

毛利率角度看来，公司 20H1 销售毛利率为 91.46%，同比下降 0.4pct，主要原因是会计准则变动使得运输费用计入营业成本。归母净利率为 49.53%，同比提升 1.07pct，主要得益于期间费用率的收窄。20H1 期间整体费用率仅为 9.3%，同比下降 2.74pct，销售费用率下降是主要贡献。销售费用率 2.55%，同比下降 2.28pct，系春节提前费用前置，叠加疫情期间营销活动减少导致。管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.51%/0.05%/-0.16%，分别同比-0.08pct/-0.08pct/-0.15pct。

报告期末预收账款(合同负债)94.64 亿元，同比减少 27.93 亿元，环比增加 25.55 亿元，环比改善明显，预计主要原因是疫情后公司打款进度恢复正常，凸显渠道信息与市场认可度。销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动产生的现金流量净额分别为 464.46 亿元/126.21 亿元，分别同比+7.19%/-47.6%，经营活动产生的现金流量净额减少原因为客户存款和同业存放款项同比减少。

➢ 时间过半任务过半，茅台彰显龙头风范

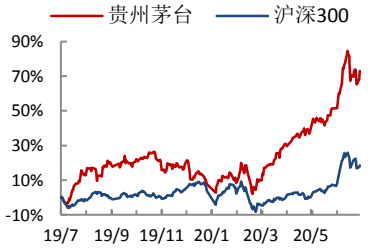
茅台在 19 年年报中规划今年实现营收同比增长 10%左右，目前时间过半任务过半，在疫情后白酒行业整体低迷的情况下，茅台坚持“计划不变，任务不减，指标不调，员工收入不降”，为白酒行业的恢复与发展树立龙头榜样。年后茅台批价曾因疫情冲击经历短期下滑，但二季度以来批价持续回暖，目前已站上 2500 元大关。作为白酒行业内增长最具确定性的公司，茅台持续深化渠道改革，伴随经济复苏、需求回暖叠加公司直营比例提高，我们坚定看好茅台强大基本面韧性及未来增长的确定性。同时，批价持续强势也使得未来提出厂价动作兑现概率持续处于高位。

推荐　　维持评级

当前价格：　1670.00

交易数据	2020-07-28
近 12 个月最高/最低	1781.99/935.38
总股本（百万股）	1256.20
流通股本（百万股）	1256.20
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	20978.5
流通市值（亿元）	20978.5

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

相关研究

1. 贵州茅台（600519）2019 年一季报点评：20Q1 业绩稳健增长，全年业绩确定性仍冠绝行业
2. 贵州茅台（600519）2019 年年报点评：2019 年实现稳健增长，2020 年确定性仍冠绝行业

三、盈利预测与投资建议

在不考虑未来提价的假设情况下，预计 20-22 年公司实现营业总收入 992/1145/1314 亿元，同比+11.6%/+15.5%/+14.7%；实现归母净利润 482/576/673 亿元，同比+16.9%/+19.5%/+16.8%，对应 EPS 为 38.36/45.86/53.58 元，目前股价对应 PE 为 44/36/31 倍。维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情或经济下滑拖累需求，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	88,854	99,161	114,531	131,368
增长率（%）	15.1%	11.6%	15.5%	14.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	41,206	48,166	57,565	67,255
增长率（%）	17.1%	16.9%	19.5%	16.8%
每股收益（元）	32.8	38.36	45.86	53.58
PE（现价）	50.9	43.6	36.4	31.2
PB	15.4	12.8	10.7	8.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	88,854	99,161	114,531	131,368
营业成本	7,576	7,040	6,872	7,094
营业税金及附加	12,733	13,883	16,034	18,391
销售费用	3,279	2,628	2,806	3,021
管理费用	6,168	4,958	4,810	4,598
研发费用	49	45	34	39
EBIT	59,050	70,608	83,974	98,224
财务费用	7	(166)	(239)	(242)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	59,041	70,794	84,233	98,486
营业外收支	(259)	(232)	(256)	(224)
利润总额	58,783	70,535	83,974	98,227
所得税	14,813	17,704	20,994	24,557
净利润	43,970	52,830	62,981	73,670
归属于母公司净利润	41,206	48,166	57,565	67,255
EBITDA	60,293	71,822	85,202	99,454

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	13252	43426	80716	127620
应收账款及票据	1463	1178	1623	1712
预付款项	1549	1338	1237	1206
存货	25285	21473	23475	23281
其他流动资产	117399	117399	117399	117399
流动资产合计	159024	185428	224538	271989
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	15144	15094	15017	14953
无形资产	4728	5023	5473	6079
非流动资产合计	24018	23729	23385	23150
资产合计	183042	209157	247923	295139
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1514	1267	1168	1135
其他流动负债	11049	11049	11049	11049
流动负债合计	41093	37583	39247	41259
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	73	73	73	73
非流动负债合计	73	73	73	73
负债合计	41166	37656	39319	41331
股本	1256	1256	1256	1256
少数股东权益	5866	10531	15946	22362
股东权益合计	141876	174632	211735	256939
负债和股东权益合计	183042	209157	247923	295139

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	15.1%	11.6%	15.5%	14.7%
EBIT 增长率	15.0%	19.6%	18.9%	17.0%
净利润增长率	17.1%	16.9%	19.5%	16.8%
盈利能力				
毛利率	91.5%	92.9%	94.0%	94.6%
净利润率	46.4%	48.6%	50.3%	51.2%
总资产收益率 ROA	22.5%	22.7%	22.9%	22.5%
净资产收益率 ROE	30.3%	29.4%	29.4%	28.7%
偿债能力				
流动比率	3.9	4.9	5.7	6.6
速动比率	3.3	4.4	5.1	6.0
现金比率	0.3	1.2	2.1	3.1
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	—	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	1,159.3	1,195.4	1,177.4	1,186.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）				
每股收益	32.8	38.4	45.9	53.6
每股净资产	108.3	130.6	155.9	186.7
每股经营现金流	36.0	43.4	51.2	61.0
每股股利	17.0	18.7	20.6	22.7
估值分析				
PE	50.9	43.6	36.4	31.2
PB	15.4	12.8	10.7	8.9
EV/EBITDA	34.5	28.6	23.7	19.8
股息收益率	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	43,970	52,830	62,981	73,670
折旧和摊销	1,243	1,214	1,228	1,230
营运资金变动	32	261	(157)	1,465
经营活动现金流	45,205	54,564	64,311	76,624
资本开支	3,149	864	1,143	1,254
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(3,166)	(864)	(1,143)	(1,254)
股权募资	833	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(19,284)	(23,525)	(25,878)	(28,466)
现金净流量	22,755	30,175	37,289	46,904

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。