2020 年 07 月 28 日
公司研究●证券研究报告

贵州茅台（600519.SH）

公司快报

收入利润稳健增长 持续彰显龙头风范

事件：公司发布 2020 年半年报，实现营业收入 439.53 亿元，同比增长 11.31%，归母净利润 226.02 亿元，同比增长 13.29%，业绩符合预期。

投资要点

- **上半年业绩“双过半”，白酒龙头稳健增长。**公司 20H1 收入 439.53 亿元。同比增长 11.31%。分产品来看，茅台酒实现收入 392.61 亿元，同比增长 12.85%；系列酒实现收入 46.50 亿元，与去年同期基本持平，为全年实现收入增长 10%的目标奠定基础。今年上半年茅台酒市场投放量大，但批价仍然高度坚挺，随着经销商库存减少以及直销茅台的消化，目前批价上行至 2500 元左右，为公司实现半年度业绩双增长提供保障。

- **直营渠道加速落地，助力业绩增长。**2020 年 6 月 18 日公司新增签约 22 家直营渠道商，截止半年报，公司直营渠道已拓展至 35 家区域性 KA 卖场渠道商、4 家酒类垂直电商、2 家烟草零售商，进一步推进营销渠道扁平化改革，精准投放飞天茅台产品。上半年直销占比由去年同期的 4.06%提升至 11.73%。直销渠道的建设一方面能够提升公司吨酒价水平，另一方面能够加强公司对渠道的直接管控能力。此外，公司上半年合同负债较一季度上升 36.98%至 94.64 亿元，主要是由于一季度疫情影响逐步消除，经销商打款逐步回升。

- **毛利率维持稳定态势，盈利能力持续提升。**20H1 公司归母净利润 226.02 亿元，同比增长 13.29%，毛利率和净利率分别提升-0.42/1.07pcts 至 91.78%/49.53%，毛利率维持稳定态势，盈利能力持续提升。上半年公司销售费用率和管理费用率（含研发费用）分别下降 2.28/0.08pcts 至 2.55%/6.51%，销售费用减少主要是受疫情影响，茅台酒市场投入费用减少所致。预计未来随着费用投放不断优化、产品结构持续改善及直销渠道改革发力，公司盈利水平有望进一步提升。

- **产能扩张及量价催化，保证业绩长期稳定增长。**公司产能瓶颈基本突破，直营扩张+产品结构升级实现间接提价。20H1 完成基酒产量 4.81 万吨，其中茅台酒基酒产量 3.67 万吨，列酒基酒产量 1.14 万吨，产能瓶颈基本突破，为 4-5 年后可供销量提供支撑。渠道利润率高企，具备直接提价空间，伴随直营扩张持续推进，叠加产品结构向上升级，加大非标放量，亦可完成间接提价。

- **品牌护城河不断拓宽，长期逻辑持续强化。**公司未来价值增长主要来自三方面，一是品牌力的不断强化，上半年疫情期间茅台批价的表现足以表明其供需关系未变，品牌护城河增强公司抗风险能力。二是渠道改革带来吨价和渠道掌控力的提升，上半年新的领导层上任，有望加速直销进程。三是出厂价提升以及结构升级带来的吨价提升，目前一批价和出厂价给公司未来预留了充分的提价空间。短期市场扰动因素不改公司长期增长逻辑，公司全年计划有望顺利实现。

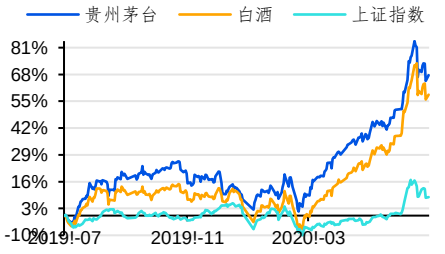
食品饮料 | 白酒 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-07-27)	1,622.55 元

交易数据

总市值（百万元）	2,038,243.74
流通市值（百万元）	2,038,243.74
总股本（百万股）	1,256.20
流通股本（百万股）	1,256.20
12 个月价格区间	923.80/1787.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.56	14.8	61.25
绝对收益	11.13	28.64	70.1

分析师 周蓉
SAC 执业证书编号：S0910520030001
zhourong@huajinsc.cn
分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

相关报告

贵州茅台：营收增长目标不变，彰显龙头风范 2020-06-11

贵州茅台：重视稳健发展，后千亿时代增长动力足--茅台生产经营数据点评 2020-01-02

贵州茅台：经营稳步向前，直销陆续放量 2019-10-16

贵州茅台：茅台集团营销方案落地，期待旺季放量加快 2019-08-12

贵州茅台：巨人再迈大步，完成全年目标决心坚定 2019-07-18

◆ **投资建议：**我们预测 2020-2022 年公司营业收入分别为 982.37/1133.01/1306.87 亿元，同比增长 10.6%/15.3%/15.3%。归母净利润 472.98/554.83/650.23 亿元，同比增长 14.8%/17.3%/17.2%。对应 EPS 分别为 37.65/44.17/51.76 元。考虑高端白酒和公司高成长性给予估值溢价，给予公司 21 年 PE40X 估值，给予公司“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**食品安全问题，行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	77,199	88,854	98,237	113,301	130,687
YoY(%)	26.4	15.1	10.6	15.3	15.3
净利润(百万元)	35,204	41,206	47,298	55,483	65,023
YoY(%)	30.0	17.1	14.8	17.3	17.2
毛利率(%)	91.6	91.6	92.0	92.3	92.7
EPS(摊薄/元)	28.02	32.80	37.65	44.17	51.76
ROE(%)	32.2	31.0	29.6	27.6	26.0
P/E(倍)	57.9	49.5	43.1	36.7	31.3
P/B(倍)	18.1	15.0	12.6	10.1	8.2
净利率(%)	45.6	46.4	48.1	49.0	49.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	137862	159024	188911	233265	285353
现金	112075	13252	42338	81353	131959
应收票据及应收账款	564	1463	778	1807	1174
预付账款	1182	1549	1471	2013	2005
存货	23507	25285	26482	30538	32280
其他流动资产	534	117475	117842	117555	117934
非流动资产	21985	24018	24989	26972	29267
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15249	15144	16313	18264	20400
无形资产	3499	4728	4850	5012	5232
其他非流动资产	3237	4146	3825	3696	3635
资产总计	159847	183042	213900	260237	314620
流动负债	42438	41093	42666	45077	47062
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1178	1514	1342	1804	1662
其他流动负债	41260	39580	41323	43274	45400
非流动负债	**0**	**73**	**73**	**73**	**73**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	73	73	73	73
负债合计	42438	41166	42738	45150	47135
少数股东权益	4570	5866	9240	13181	17797
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	109426	132488	157089	185871	219508
归属母公司股东权益	112839	136010	161922	201907	249688
负债和股东权益	159847	183042	213900	260237	314620

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	41385	45211	52161	56427	69016
净利润	37830	43970	50672	59424	69639
折旧摊销	1175	1243	1099	1265	1471
财务费用	-4	7	-386	-1339	-2604
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	2025	32	772	-2928	504
其他经营现金流	359	-42	4	4	5
投资活动现金流	-1629	-3166	-2074	-3253	-3772
筹资活动现金流	-16441	-19284	-21001	-14159	-14637

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	28.02	32.80	37.65	44.17	51.76
每股经营现金流(最新摊薄)	32.94	35.99	41.52	44.92	54.94
每股净资产(最新摊薄)	89.83	108.27	128.90	160.73	198.76

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	77199	88854	98237	113301	130687
营业成本	6523	7430	7883	8683	9566
营业税金及附加	11289	12733	13753	15862	18296
营业费用	2572	3279	2947	3399	3921
管理费用	5326	6168	5894	6798	7841
研发费用	22	49	20	29	42
财务费用	-4	7	-386	-1339	-2604
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-14	-4	-4	-5
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	51343	59041	68121	79864	93619
营业外收入	12	9	10	11	11
营业外支出	527	268	331	335	365
利润总额	50828	58783	67801	79540	93265
所得税	12998	14813	17129	20116	23625
税后利润	37830	43970	50672	59424	69639
少数股东损益	2626	2764	3374	3941	4616
归属母公司净利润	35204	41206	47298	55483	65023
EBITDA	48641	59628	68066	78949	91536

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	26.4	15.1	10.6	15.3	15.3
营业利润(%)	31.9	15.0	15.4	17.2	17.2
归属于母公司净利润(%)	30.0	17.1	14.8	17.3	17.2
获利能力					
毛利率(%)	91.6	91.6	92.0	92.3	92.7
净利率(%)	45.6	46.4	48.1	49.0	49.8
ROE(%)	32.2	31.0	29.6	27.6	26.0
ROIC(%)	31.3	32.1	30.9	28.7	26.9
偿债能力					
资产负债率(%)	26.5	22.5	20.0	17.3	15.0
流动比率	3.2	3.9	4.4	5.2	6.1
速动比率	2.7	0.4	1.0	1.8	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	86.5	87.7	87.7	87.7	87.7
应付账款周转率	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5
估值比率					
P/E	57.9	49.5	43.1	36.7	31.3
P/B	18.1	15.0	12.6	10.1	8.2
EV/EBITDA	39.7	34.1	29.5	25.0	21.0

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn