太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-07-28

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

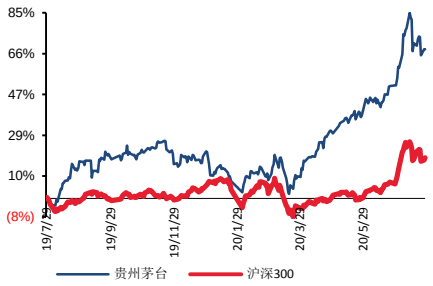
目标价：1800.00

昨收盘：1622.55

日常消费 食品、饮料与烟草

贵州茅台中报点评：短期减速不改长期逻辑，报表质量明显回升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	2,038,244/2,038,244
12 个月最高/最低(元)	1781.99/942.43

相关研究报告：

贵州茅台（600519）《贵州茅台一季报点评：业绩略超预期，龙头抗风险能力凸显》--2020/04/28

贵州茅台（600519）《贵州茅台年报：净利润略超预期，继续维持健康增长》--2020/04/22

贵州茅台（600519）《贵州茅台：新老交棒，后千亿时代延续上升周期》--2020/03/06

证券分析师：黄付生
电话：010-88695133
E-MAIL：huangfs@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱
电话：010-88695135
E-MAIL：caixy@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：郑汉镇
电话：13028853033
E-MAIL：zhenghz@tpyzq.com

事件：贵州茅台发布中报，报告期内实现营业收入 456.34 亿元，同增 10.84%；归母净利 226.02 亿元，同增 13.29%；扣非净利 226.73 亿元，同增 13.19%。上半年销售毛利率 91.46%，同比下滑 0.41pct；销售净利率 54.44%，同比提升 0.76pct。单二季度实现营业收入 203.36 亿元，同增 8.79%；归母净利 95.08 亿元，同增 8.92%；扣非净利 95.18 亿元，同增 9.02%。单二季度销售毛利率 91.20%，同比下滑 0.37pct；销售净利率 51.49%，同比下滑 0.52pct。

一、增长减速更贴合全年指引，现金流恢复情况较好

疫情背景下收入和利润继续保持正增长，体现了龙头的抗风险实力。Q2 环比减速，使中报增速更贴合全年增长指引。我们认为，收入减速符合预期，净利润略低于预期（单二季度税金及附加占比同比提升 3.04pct；销售费用率下降 3.50pct，但由于运输费计入主营业务成本导致毛利率下降。综上，税金率提升是利润低于预期主因），但短期增长减速并不改变全年的预期和长期的增长逻辑。

单二季度经营活动现金净流量 103.18 亿元，剔除客户存款和同业存放款项变动的影响，再结合销售商品和提供劳务收到现金的情况（同比+19.49%，明显高于收入增速）来看，经营活动现金流状况较好。

二、茅台酒两位数增长，系列酒承压，直销比例大增

单二季度茅台酒收入增长 11.39%，继续保持两位数增长。结合渠道的到货节奏和产品结构，量价拆分来看贡献度大致五五开。单二季度系列酒收入同比下滑 1.63%，略有承压，印证了疫情影响下高端酒和中低端酒表现上分化（2020Q1 茅台酒收入+13.97%，系列酒收入+1.72%）。

渠道拆分来看，中报直销比例 11.73%，同比提升了 7.67pct。其中，单二季度直销比例 16.47%，同比提升了 13.60pct。渠道改革顺利推进，直销比例实质性提升。考虑渠道调整、高端酒占比提升、以及茅台酒自身结构升级对平均出厂价的拉升作用，判断酒类生产毛利率有一定改善，但因为运输费计入主营业务成本等因素的影响，单二季度销售毛利率小幅下降。

执业资格证书编码：S1190518010003

三、预收款提升，基酒继续增长，中长期确定性高

报告期末预收款 94.64 亿元，相比一季度末的 69.09 亿元增加 25.55 亿元，增幅超过 1/3。结合渠道跟踪的情况来看，预收款与渠道到货和打款的情况相匹配。在经销商数量继续减少、经销合同不增额的情况下，预收款回升印证了市场不错的供需格局和茅台强大的渠道能力。

2020 年上半年完成基酒产量 4.81 万吨，同比+6.18%。其中，茅台酒基酒 3.67 万吨，同比+6.69%；系列酒基酒 1.14 万吨，同比+4.59%。疫情导致工期延后的背景下，基酒产能扩建超预期，为长期发展奠定良好基础。

盈利预测和评级：

考虑直销比例持续大幅提升，考虑当前较好的动销支撑起一定的涨价预期，我们维持对公司偏乐观的盈利预测，测算 2020-2022 年的收入增速分别为 16%、20%、20%，净利润增速分别为 20%、26%、22%，对应 EPS 分别为 39.50、49.61、60.66 元。

当前市场风格能支撑茅台较高的估值溢价，考虑年底估值切换等因素，给予中期目标价 1800 元，对应明年业绩 36 倍左右 PE，维持买入评级。

风险提示：如果未来出厂价的提升或综合销售价格不及预期，则乐观情境下的盈利预测和 EPS 可能不达预期。

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88854	103071	123685	148422
收入同比(%)	15%	16%	20%	20%
归属母公司净利润	41206	49620	62315	76203
净利润同比(%)	17%	20%	26%	22%
每股收益(元)	32.80	39.50	49.61	60.66

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。