

# 强基固本“后千亿”，2020规划量超市场预期

单击此处输入文字。

公司点评

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

王言海(联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

张向伟(联系人)

zhangxiangwei@xsdzq.cn

证书编号: S0280119090008

## ●事件: 2020年茅台酒计划销售量为3.45万吨左右

2019年12月17日,公司发布公告,2020年全年茅台酒计划销售量3.45万吨左右;并召开贵州茅台2019年度全国经销商联谊会,计划春节前集中投放7500吨左右,至少6000吨分配给经销渠道;2020年海外市场计划投放2000吨,经销商按照“不增不减”的原则签订合同(即1.7万吨左右);按照“扁平化”要求安排商超、电商、团购计划;同时大幅提高自营规模,原则上要成倍增长。我们预计2020年公司收入增速可保持12%以上,2019-2021年归母净利润分别为426.05/504.32/593.82亿元,对应EPS为33.92/40.15/47.27元,维持“强烈推荐”评级。

## ●强基固本“后千亿”,2020年量增11.29%,自营贡献提升3%左右

2020年全年计划销售量3.45万吨,较2019年的3.1万吨,同增11.29%;根据茅台酒“重阳下沙”时点及“12987”酿造工艺特点,预计投放节奏逐步提升,春节前投放7500吨与2019年同期持平,产能问题将在2020年逐步破解(注:2015年、2016年基酒产能分别为3.22/3.93万吨)。另外公司通过调结构间接提价贡献预计不低于3%(产品&渠道—非标重点培育精品、生肖、年份等;自营渠道加推2800吨计划量1499元销售),预计未来自营占比不低于10%,业绩弹性加大。

## ●机制理顺,新老渠道互补,市场定价权逐步提升

经销商联谊会上明确了茅台酒销售公司“统筹抓总,统一安排”职能和集团营销公司的经销商定位,新老渠道错位发展、互为补充。2020年公司将扎实推进门店“月售80%”的计划,按照“6:2:2”的比例,引导店面、批发、库存计划安排,加大市场流通投放量;同时,要求机场、高铁专卖店至少80%的茅台酒在柜台卖。飞天茅台批价相对稳定,2019Q3总体稳定在2000-2500元区间,公司市场定价权逐步提升。

## ●“按月打款”减负经销渠道,预收账款或呈下降趋势

2020年经销商配额“不增不减”,原则上执行“按月打款”,减轻经销商负担,叠加公司渠道扁平化发展战略(自营、集团营销公司、贵州机场集团酒业分公司等投放量加大),预计未来公司预收账款整体呈下降趋势;2019Q3公司预收账款112.55亿元,同增1%,环比下降8%。

## ●风险提示:宏观经济持续下行致高端白酒需求受限、食品安全等风险

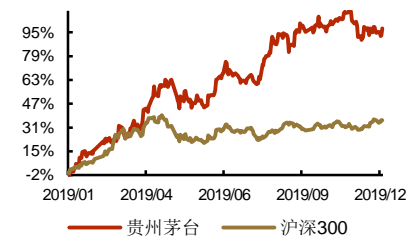
### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	61,063	77,199	90,323	105,498	122,905
增长率(%)	52.1	26.4	17.0	16.8	16.5
净利润(百万元)	27,079	35,204	42,605	50,432	59,382
增长率(%)	62.0	30.0	21.0	18.4	17.7
毛利率(%)	90.3	91.6	91.4	92.4	92.3
净利率(%)	44.3	45.6	47.2	47.8	48.3
ROE(%)	30.2	32.2	31.5	29.0	26.8
EPS(摊薄/元)	21.56	28.02	33.92	40.15	47.27
P/E(倍)	54.0	41.5	34.3	29.0	24.6
P/B(倍)	16.0	12.9	10.6	8.3	6.6

## 强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.12.27
收盘价(元):	1,163.0
一年最低/最高(元):	582.02/1,241.61
总股本(亿股):	12.56
总市值(亿元):	14,609.58
流通股本(亿股):	12.56
流通市值(亿元):	14,609.58
近3月换手率:	13.32%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.63	-4.74	76.23
绝对	-1.86	-0.34	110.72

### 相关报告

《多措并举,批价理性回归,发货节奏拖累季度业绩略低预期》2019-10-16

《需求支撑批价,全年业绩增长确定性高》2019-07-18

《业绩增速维持高位,渠道变革有望夯实定价基础》2019-04-25

《价格话语权强化,扬帆千亿基础扎实》2019-03-29

《全力冲刺千亿目标,预收款加速确认成为常态》2018-08-01

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>112249</b>	<b>137862</b>	<b>159645</b>	<b>195726</b>	<b>242645</b>
现金	87869	112075	134322	163363	211312
应收票据及应收账款合计	1222	564	0	0	0
其他应收款	273	394	386	525	536
预付账款	791	1182	1226	1606	1716
存货	22057	23507	23571	30092	28940
其他流动资产	38	140	140	140	140
<b>非流动资产</b>	<b>22361</b>	<b>21985</b>	<b>25789</b>	<b>29884</b>	<b>33954</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15244	15249	18707	22492	26458
无形资产	3459	3499	3407	3309	3207
其他非流动资产	3658	3237	3674	4083	4289
<b>资产总计</b>	<b>134610</b>	<b>159847</b>	<b>185434</b>	<b>225610</b>	<b>276599</b>
<b>流动负债</b>	<b>38575</b>	<b>42438</b>	<b>40707</b>	<b>38907</b>	<b>39417</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	992	1178	649	960	551
其他流动负债	37583	41260	40057	37947	38867
<b>非流动负债</b>	<b>16</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>38590</b>	<b>42438</b>	<b>40707</b>	<b>38907</b>	<b>39417</b>
少数股东权益	4568	4570	7548	11181	15452
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	88227	109426	131773	158146	189161
归属母公司股东权益	91452	112839	137180	175522	221730
<b>负债和股东权益</b>	<b>134610</b>	<b>159847</b>	<b>185434</b>	<b>225610</b>	<b>276599</b>

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>22153</b>	<b>41385</b>	<b>45238</b>	<b>46610</b>	<b>66921</b>
净利润	29006	37830	45583	54065	63653
折旧摊销	1126	1175	1124	1410	1726
财务费用	-56	-4	-200	-25	1
投资损失	0	0	-1	-0	-0
营运资金变动	-8318	2025	-1268	-8840	1541
其他经营现金流	395	359	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1121</b>	<b>-1629</b>	<b>-4927</b>	<b>-5504</b>	<b>-5796</b>
资本支出	1125	1607	3804	4095	4070
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	4	-22	-1123	-1410	-1726
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-8899</b>	<b>-16441</b>	<b>-18063</b>	<b>-12065</b>	<b>-13175</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8899	-16441	-18063	-12065	-13175
<b>现金净增加额</b>	<b>12133</b>	<b>23315</b>	<b>22247</b>	<b>29041</b>	<b>47949</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>61063</b>	<b>77199</b>	<b>90323</b>	<b>105498</b>	<b>122905</b>
营业成本	5940	6523	7768	8049	9445
营业税金及附加	8404	11289	12455	15399	17444
营业费用	2986	2572	3141	3539	4064
管理费用	4721	5326	5848	5821	6360
研发费用	0	22	26	30	35
财务费用	-56	-4	-200	-25	1
资产减值损失	-8	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	10	2	3	4
投资净收益	0	0	1	0	0
<b>营业利润</b>	<b>38940</b>	<b>51343</b>	<b>61289</b>	<b>72687</b>	<b>85560</b>
营业外收入	12	12	9	10	11
营业外支出	212	527	304	340	346
<b>利润总额</b>	<b>38740</b>	<b>50828</b>	<b>60994</b>	<b>72357</b>	<b>85225</b>
所得税	9734	12998	15411	18292	21572
<b>净利润</b>	<b>29006</b>	<b>37830</b>	<b>45583</b>	<b>54065</b>	<b>63653</b>
少数股东损益	1927	2626	2978	3633	4271
<b>归属母公司净利润</b>	<b>27079</b>	<b>35204</b>	<b>42605</b>	<b>50432</b>	<b>59382</b>
EBITDA	37230	48641	58422	69302	81331
EPS(元)	21.56	28.02	33.92	40.15	47.27

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	52.1	26.4	17.0	16.8	16.5
营业利润(%)	60.5	31.9	19.4	18.6	17.7
归属于母公司净利润(%)	62.0	30.0	21.0	18.4	17.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	90.3	91.6	91.4	92.4	92.3
净利率(%)	44.3	45.6	47.2	47.8	48.3
ROE(%)	30.2	32.2	31.5	29.0	26.8
ROIC(%)	767.9	5056.1	1533.5	419.5	574.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.7	26.5	22.0	17.2	14.3
净负债比率(%)	-91.5	-95.5	-92.8	-87.5	-89.1
流动比率	2.9	3.2	3.9	5.0	6.2
速动比率	2.3	2.7	3.3	4.2	5.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	59.9	86.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.8	6.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	21.56	28.02	33.92	40.15	47.27
每股经营现金流(最新摊薄)	24.61	33.28	36.01	37.10	53.27
每股净资产(最新摊薄)	72.80	89.83	109.20	139.72	176.51
<b>估值比率</b>					
P/E	54.0	41.5	34.3	29.0	24.6
P/B	16.0	12.9	10.6	8.3	6.6
EV/EBITDA	37.0	27.8	22.8	18.9	15.6

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b> 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b> 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>