证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

贵州茅台（600519）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2019 年 12 月 31 日

计划量超预期，稳增长新活力

证券分析师： 陈梦瑶 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001
证券分析师： 郭尉 15210587234 guowei1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100001

事项：

公司 27 日发布公告称，2020 年度茅台酒销售计划为 3.45 万吨左右，且该初步计划存在不确定因素。同日公司召开了 2019 年度经销商大会，对 2020 年工作进行规划，对此我们点评如下：

国信观点：

我们认为公司为明年定调稳步增长，夯实市场及渠道根基，计划量增速超预期，在自营比例提升下预计均价持续提升，营销体系改革有望激发增长活力，中长期高端白酒消费红利持续，看好公司龙头稳固发展及品牌价值持续提升，维持 2019-2021 年 EPS 为 34.94/41.07/46.94 元，分别对应 33/28/25 倍 PE，维持一年期目标估值 1314-1396 元，维持“买入”评级。

点评：

■ **基础建设年稳字当头，健全体系激发活力**

大会上公司宣布今年集团完成千亿营收，提前实现十三五目标，上升发展周期仍将持续。同时保芳书记将 2020 年定义为茅台步入“千亿”之后，强基固本、再启征程的起步之年，将面临新的机遇和挑战：一是消费升级带来增长红利；二是深化营销改革带来考验和压力。结合宏观经济与行业趋势，2020 年定为“基础建设年”，以问题为导向，把夯实基础当成头等大事，“要稳字当头夯基础谋未来，健全新体系激发新活力”。

■ **计划量提升超预期，春节不涨价不促销**

按 2020 年计划量 3.45 万吨计算，较去年同期 3.1 万吨计划提升 11.3%，超市场预期，同时公司强调春节前投放 7500 吨，其中至少有 6000 吨将投向社会渠道，兼顾电商和商超渠道，团购和其他方面春节前不作安排，价格方面，春节期间将不涨价不促销。目前茅台正在建设的两个成品库将容纳 5 万吨成品酒，未来如果经济下行，茅台酒市场受到影响，也将不减产。总经理李静仁曾透露，茅台将在“十四五”期间形成茅台酒 5.6 万吨、系列酒 5.6 万吨、习酒近 5 万吨的产能规模。

■ **渠道持续优化，强调电商重启、自营翻倍增长**

公司强调全年计划主要用于几个方面：继续按照“不增不减”的原则与经销商签订合同，辟谣之前流传“砍掉经销权，全部收归集团”的说法；按照“扁平化”思路与要求，安排商超、电商、团购计划，春节后加快组建电商公司；大幅提升自营规模，原则上要成倍增长，明年将安排 2800 吨给 33 个自营店。另海外渠道投放 2000 吨。茅台还将重点加强机场、高铁专卖店的管理，不能让“窗口”成为摆设，书记强调“要作出硬性规定：至少 80%的酒要在前台卖”。

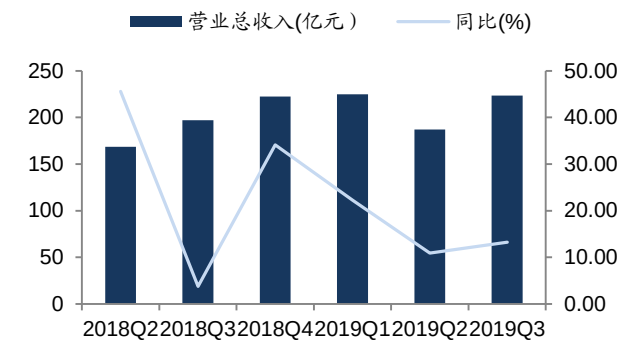
■ **计划提前执行，批价仍坚挺，期待旺季表现**

近期调研显示 12 月已开始执行 2020Q1 计划量，渠道陆续到货，批价处在 2450-2500 之间，整体平稳随旺季来临小幅提升，市场需求仍然紧张，期待旺季表现。随着茅台营销体系优化，形成了专卖店、商超、电商、团购并存发展格局，直销投放加大更好填补市场空白，直面终端消费，实现品牌价值延伸。

■ 盈利预测评级

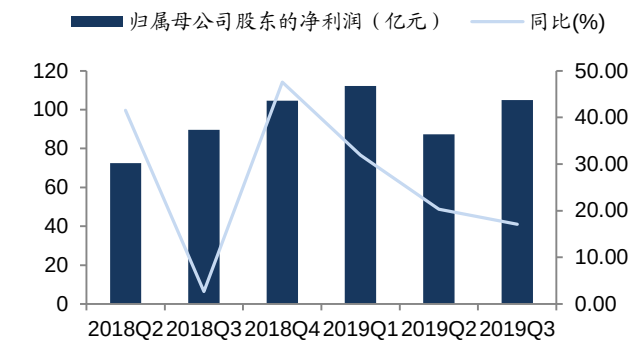
公司为明年定调稳步增长，夯实市场及渠道根基，计划量增速超预期，在自营比例提升下预计均价提升，营销体系改革有望激发增长活力，中长期高端白酒消费红利将持续，看好公司龙头稳固发展及品牌价值持续提升，维持 2019-2021 年 EPS 为 34.94/41.07/46.94 元，分别对应 33/28/25 倍 PE，维持一年期目标估值 1314-1396 元，维持“买入”评级。

图 1：公司分季度营业收入及同比增速



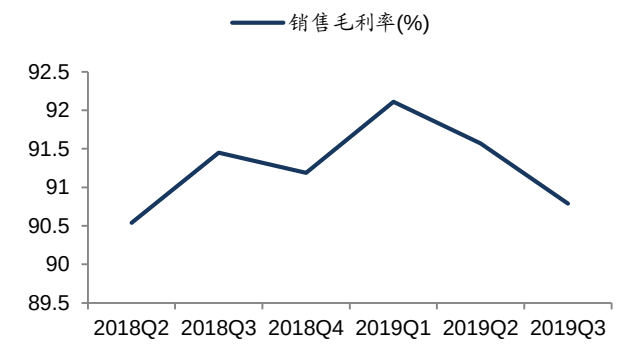
资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司分季度归母净利润及同比增速



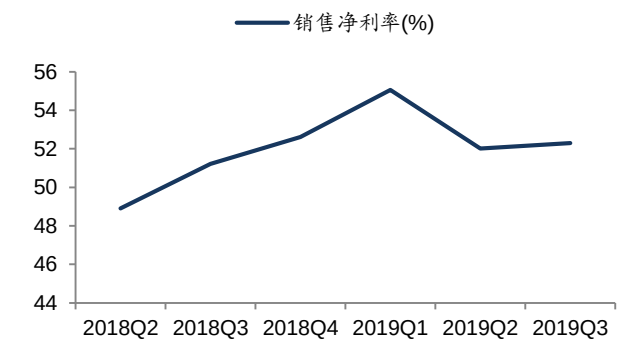
资料来源: Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司分季度毛利率



资料来源: Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司分季度净利率



资料来源: Wind，国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司估值

公司	投资评级	市值（亿）	股价（元）2019-12-27	EPS		PE	
				2019E	2020E	2019E	2020E
泸州老窖	买入	1197	81.71	3.14	3.98	26.0	20.5
五粮液	买入	5008	129.00	4.49	5.41	28.7	23.8
平均						27.4	22.2
贵州茅台	买入	14607	1163.00	34.94	41.07	33.3	28.3

资料来源： Wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

行业景气度波动；渠道拓展缓慢；产能建设不达预期；

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	100620	131333	157069	196855
应收款项	564	1633	922	1970
存货净额	23507	25951	30143	31777
其他流动资产	1372	1150	1676	1417
流动资产合计	126063	160066	189810	232020
固定资产	15249	16011	14820	13628
无形资产及其他	3499	3299	3099	2899
投资性房地产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	146998	179526	207794	248612
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	1178	1177	1494	1455
其他流动负债	28412	35722	34030	41007
流动负债合计	29590	36900	35524	42462
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	29590	36900	35524	42462
少数股东权益	4570	7844	11693	16092
股东权益	117408	142626	172270	206150
负债和股东权益总计	146998	179526	207794	248612

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	28.02	34.94	41.07	46.94
每股红利	11.00	17.47	20.53	23.47
每股净资产	89.83	107.29	127.83	151.30
ROIC	229%	260%	439%	374%
ROE	31%	33%	32%	31%
毛利率	91%	92%	92%	93%
EBIT Margin	69%	67%	67%	67%
EBITDA Margin	71%	68%	68%	69%
收入增长	26%	17%	16%	13%
净利润增长率	51%	52%	53%	53%
资产负债率	20%	21%	17%	17%
息率	1.1%	1.8%	2.1%	2.4%
P/E	41.5	33.3	28.3	24.8
P/B	10.7	9.0	7.5	6.4
EV/EBITDA	21.4	17.6	14.7	12.6

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	77199	90620	105392	119288
营业成本	6523	7080	8030	8864
营业税金及附加	11289	13412	15387	17297
销售费用	2572	2990	3478	3937
管理费用	5326	6525	7483	8350
财务费用	(14)	(100)	(100)	(100)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
其他收入	3402	0	0	0
营业利润	51333	63222	74258	84822
营业外净收支	(515)	(340)	(340)	(340)
利润总额	50818	62882	73918	84482
所得税费用	12996	15721	18480	21120
少数股东损益	2626	3274	3849	4399
归属于母公司净利润	35204	43887	51590	58963

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	35204	43887	51590	58963
资产减值准备	1	0	0	0
折旧摊销	1175	1476	1476	1392
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(14)	(100)	(100)	(100)
营运资本变动	3474	6463	(1191)	6149
其它	1556	(1424)	(3233)	(861)
经营活动现金流	41396	50303	48542	65541
资本开支	(1607)	0	0	0
其它投资现金流	(22)	(255)	(255)	(255)
投资活动现金流	(1629)	(255)	(255)	(255)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(16441)	(19334)	(22550)	(25500)
其它融资现金流	0	0	0	(0)
融资活动现金流	(16441)	(19334)	(22550)	(25500)
现金净变动	23326	30713	25736	39786
货币资金的期初余额	74928	100620	131333	157069
货币资金的期末余额	100620	131333	157069	196855
企业自由现金流	36961	50785	49205	66398
权益自由现金流	36972	52742	51639	69384

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《贵州茅台-600519-2018 年年报点评：业绩超预期，回款积极望迎开门红》 ——2019-03-30
《贵州茅台-600519-2018 年三季报点评：高基数影响业绩，预收款环增》 ——2018-10-30
《贵州茅台-600519-2018 年半年报点评：业绩稳增价格坚挺，系列酒表现靓丽》 ——2018-08-02
《贵州茅台-600519-2018 年一季报点评：降费增利业绩稳健，货量平稳景气延续》 ——2018-05-02
《贵州茅台-600519-2017 年年报点评：业绩超预期，量价稳健，渠道强化》 ——2018-03-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。