

2020年01月02日

贵州茅台 (600519.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2020-01-02)

1,130.00 元

交易数据

总市值(百万元)	1,419,503.51
流通市值(百万元)	1,419,503.51
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	582.02/1241.61 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.35	-7.94	70.65
绝对收益	1.07	-1.74	94.36

分析师

 陈振志
 SAC 执业证书编号: S0910519110001
 chenzhenzhi@huajinsec.cn
 021-20377051

相关报告

- 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
- 贵州茅台: 业绩超预期增长, 期待大象继续起舞 2019-05-27
- 贵州茅台: 三季度业绩迎来新高度, 龙头地位稳固 2017-10-30

重视稳健发展, 后千亿时代增长动力足

事件: 茅台近期陆续公布 2019 年生产经营情况和 2020 年度茅台酒销售计划, 预计 2019 年度实现营业总收入 885 亿元左右, 同比增长 15% 左右; 现归属于上市公司股东的净利润 405 亿元左右, 同比增长 15% 左右; 2020 年度茅台酒销售计划为 3.45 万吨左右, 计划安排营业总收入同比增长 10%。

投资要点

- ◆ **重视稳健发展, 无惧短期季度波动。** 2017 和 2018 年贵州茅台营收增速分别为 49.81% 和 26.49%; 净利润增速分别为 61.97% 和 30.00%, 2019 年实现营业增长 15% 被认为是增速放缓。我们认为在经历了过去两年的高增和一年多的渠道调整, 今年公司口径的 15% 销售收入增长即符合增长放量的情况, 也符合年初计划安排。单看四季度, 根据公司的披露数据, 全年实现收入 885 亿元左右, 对应 Q4 是 275.65 亿元 (同比+28.83%), 归母净利润 405 亿元左右, 则单 Q4 约为 100.45 亿元 (同比-4.06%), 在收入没有放缓、出厂价格没有发生变化以及直营渠道继续放量的背景下, 我们认为或可能是以下因素的共同影响 (1) 去年 Q4 非标放量, 基数较大; (2) 去年 Q4 有部分费用年末冲回, 销售费用率为 -1.23%; (3) 今年 Q4 或存在销售费用前置的影响。
- ◆ **生产经营状况良好, 增长动力尚足。** 公司计划 2020 年投放 3.45 万吨的茅台酒, 同比口径下相对 2019 年的量增长 11% 左右。销量数据的释放打消了市场对公司 2020 年放量的疑虑; 而且参照过往几年茅台的计划量和最后的实际投放量, 比如 2018 年计划 2.8 万吨, 实际投放了 3.25 万吨, 公司存在销量计划超预期的概率。公司预计明年收入的计划增长为 10%, 2020 年是茅台的基础建设年, 2021 年是十四五开局年, 因此 10% 的收入增长是符合企业发展和放量计划的。总体来看, 公司度过了基酒紧张的时间段, 随着后续基酒的逐渐放量, 生产经营状况良好, 后千亿时代的增长动力尚足。
- ◆ **直营比例增加, 优化渠道结构。** 经销商大会上披露, 2020 年的 3.45 万吨将主要投向 (1) 经销商渠道, 不增不减; (2) 商超、电商、团购等计划; (3) 提升自营规模, 计划投放 2800 吨左右; (4) 海外安排 2000 吨。为了应对春节前旺盛需求, 公司计划春节前投放 7500 吨茅台酒, 李保芳书记表示至少有 6000 吨将投向社会渠道。公司今年的重点渠道将是商超、电商、团购等, 加大直销投放力度, 着力填补空白市场, 减少中间的渠道环节, 直面终端的消费。
- ◆ **提价不迫切, 2020 年依然存在可能性。** 李保芳董事长提到茅台酒从四年前的“卖不动”到现在的“不愁卖”, 供需关系发生了较大的变化。当前由于渠道利润价差驱动和对过去不合格经销商的清理, 茅台处在供求紧平衡的状态, 价格维持高位。预计未来茅台的紧平衡还将存在, 但是随着直营比例的增加和渠道结构的优化, 控价稳市依然是公司的方向, 提价并不是那么迫切, 但是较大的渠道利润价差, 2020 年提价的可能性依然存在。

◆ **投资建议：**根据公司最新的生产经营计划，我们调整 2019-2021 年的 EPS 分别为 32.27/38.03/44.86 元，当前股价对应 PE 为 27/23/20X，维持买入-A 评级。

◆ **风险提示：**终端消费疲软、直销渠道不及预期、相关税收政策

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	61,062.8	77,199.4	88,805.1	101,457.2	117,719.4
同比增长(%)	52.1%	26.4%	15.0%	14.2%	16.0%
营业利润(百万元)	38,940.0	51,343.0	58,331.7	68,684.7	80,993.1
同比增长(%)	60.5%	31.9%	13.6%	17.7%	17.9%
净利润(百万元)	27,079.4	35,203.6	40,543.3	47,777.9	56,353.0
同比增长(%)	62.0%	30.0%	15.2%	17.8%	17.9%
每股收益(元)	21.56	28.02	32.27	38.03	44.86
PE	40.8	31.3	27.2	23.1	19.6
PB	12.1	9.8	8.4	7.2	6.1

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

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	61,062.8	77,199.4	88,805.1	101,457.2	117,719.4	年增长率					
减:营业成本	5,940.4	6,522.9	6,699.0	7,438.3	8,156.8	营业收入增长率	52.1%	26.4%	15.0%	14.2%	16.0%
营业税费	8,404.2	11,288.9	13,143.2	15,218.6	17,657.9	营业利润增长率	60.5%	31.9%	13.6%	17.7%	17.9%
销售费用	2,986.1	2,572.1	4,440.3	4,058.3	4,473.3	净利润增长率	62.0%	30.0%	15.2%	17.8%	17.9%
管理费用	4,720.5	5,325.9	6,216.4	6,087.4	6,474.6	EBITDA 增长率	58.8%	31.2%	12.3%	17.6%	17.7%
财务费用	-55.7	-3.5	-25.4	-30.2	-36.3	EBIT 增长率	60.2%	32.0%	13.2%	17.7%	17.9%
资产减值损失	-8.1	1.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	60.5%	31.2%	14.4%	17.7%	17.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.3%	-37.8%	-204.1	-196.7	-317.3
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	26.5%	22.3%	18.4%	18.8%	18.5%
营业利润	38,940.0	51,343.0	58,331.7	68,684.7	80,993.1	盈利能力					
加:营业外净收支	-199.9	-515.4	-341.0	-341.0	-341.0	毛利率	90.3%	91.6%	92.5%	92.7%	93.1%
利润总额	38,740.1	50,827.6	57,990.7	68,343.7	80,652.0	营业利润率	63.8%	66.5%	65.7%	67.7%	68.8%
减:所得税	9,733.6	12,998.0	14,497.7	17,085.9	20,163.0	净利润率	44.3%	45.6%	45.7%	47.1%	47.9%
净利润	27,079.4	35,203.6	40,543.3	47,777.9	56,353.0	EBITDA/营业收入	65.7%	68.2%	66.6%	68.5%	69.5%
						EBIT/营业收入	63.9%	66.7%	65.7%	67.7%	68.8%
						偿债能力					
						资产负债率	28.7%	26.5%	24.7%	23.2%	21.9%
						负债权益比	40.2%	36.1%	32.7%	30.2%	28.1%
						流动比率	2.91	3.25	3.56	3.86	4.16
						速动比率	2.34	2.69	3.18	3.26	3.76
						利息保障倍数	-700.25	-14,622	-2,294.	-2,274.	-2,228.
						营运能力					
						固定资产周转天数	88	71	62	55	46
						流动营业资本周转天数	-82	-72	-85	-75	-71
						流动资产周转天数	597	583	608	630	645
						应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
						存货周转天数	126	106	83	84	80
						总资产周转天数	730	687	698	709	713
						投资资本周转天数	40	25	0	0	-7
						费用率					
						销售费用率	4.9%	3.3%	5.0%	4.0%	3.8%
						管理费用率	7.7%	6.9%	7.0%	6.0%	5.5%
						财务费用率	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	12.5%	10.2%	12.0%	10.0%	9.3%
						投资回报率					
						ROE	29.6%	31.2%	30.8%	31.0%	31.2%
						ROA	21.5%	23.7%	23.6%	23.8%	24.1%
						ROIC	414.7%	587.0%	1079.5	-1221.0	1489.4
						分红指标					
						DPS(元)	11.00	14.54	16.78	19.97	23.78
						分红比率	51.0%	51.9%	52.0%	52.5%	53.0%
						股息收益率	1.3%	1.7%	1.9%	2.3%	2.7%
						现金流量表					
						净利润	29,006.4	37,829.6	40,543.3	47,777.9	56,353.0
						加:折旧和摊销	1,125.8	1,175.4	806.2	834.7	848.3
						资产减值准备	-8.1	1.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	-	-	-25.4	-30.2	-36.3
						投资损失	-	-	-	-	-
						少数股东损益	1,927.1	2,626.0	2,949.7	3,479.9	4,136.0
						营运资金的变动	-4,063.7	9,673.2	8,680.0	-8,206.8	12,562.6
						经营活动产生现金流量	22,153.0	41,385.2	52,953.7	43,855.4	73,863.6
						投资活动产生现金流量	-1,120.6	-1,629.0	-1,201.3	-904.8	-459.9
						融资活动产生现金流量	-8,899.2	-16,441.1	-21,838.3	-25,053.2	-29,830.8
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	21.56	28.02	32.27	38.03	44.86
						BVPS(元)	72.80	89.83	104.70	122.76	143.85
						PE(X)	40.8	31.3	27.2	23.1	19.6
						PB(X)	12.1	9.8	8.4	7.2	6.1
						P/FCF	40.0	29.3	22.6	27.9	15.9
						P/S	18.1	14.3	12.4	10.9	9.4
						EV/EBITDA	25.4	18.9	16.4	13.7	11.2
						CAGR(%)	20.9%	16.9%	34.4%	20.9%	16.9%
						PEG	2.0	1.9	0.8	1.1	1.2
						ROIC/WACC	58.1	82.2	151.2	-171.0	208.6

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

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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com