

行稳方致远，质地享溢价

买入（维持）

2020年03月01日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	77,199	88,787	98,843	113,214
同比（%）	26.4%	15.0%	11.3%	14.5%
归母净利润（百万元）	35,204	40,537	46,632	55,143
同比（%）	30.0%	15.2%	15.0%	18.3%
每股收益（元/股）	28.02	32.27	37.12	43.90
P/E（倍）	37.72	32.76	28.47	24.08

投资要点

- **理性看待短期批价波动。**茅台节后批价持续回落，当前维持在2100-2120元左右，近两天回调幅度较大。我们认为批价短期波动参考意义不大，主因3月公司开始回款，少部分经销商存在资金回笼需求，但整体看来批价下行经销商出货意愿不足，叠加疫情冲击，终端消费场景被抑制，茅台成交量处于低位，市场“有价无市”。茅台酒的稀缺性与品牌力为批价站稳2000元以上打下坚实基础，出厂与一批价的千元空间不断增厚公司安全垫。同时，可预见下飞天茅台渠道利润将长期处于高位，公司对经销商议价权极强，行业下游受疫情冲击期公司受影响较小，加剧马太效应。
- **复工有序、需求刚性，全年高业绩确定性可期。**公司计划20年营收增速10%，目标制定理性符合“基础建设年”稳中求进主基调。面对疫情管理层积极务实，疾控与复产计划科学合理且落实到位，作为国内唯一超高端白酒代表，需求刚性下疫情对业绩冲击有限，公司长期优势显著，预计全年业绩完成度较高。同时，节后公司多次强调20年“计划不变、任务不减、指标不调、员工收入不降”，并进一步提出“一季度销售收入缺口在上半年全部补齐，上半年坚持实现双过半（时间过半、任务过半）目标”，更体现了公司的决心与底气。
- **全球避险情绪升温，核心资产龙头估值中枢有望进一步抬升。**除中国外，美欧日韩等全球主要贸易地区疫情风险陡然升高，全球经济停滞风险加大，海外股市风险日渐升高，资金避险情绪升温。而A股估值处于全球低位，高端白酒抗风险能力强，茅台作为消费股核心龙头资产，具备较高避险属性，理应享受估值溢价，估值中枢有望进一步抬升。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为产品稀缺性及强大的品牌力使公司拥有行业定价权，未来茅台酒长期保持需求旺盛可期，高渠道价差下具备量价齐升空间，公司基本面稳健，近期回调后是难得的买点，建议把握突发事件带来的战略配置机遇期。预计19-21年公司收入达888/988/1132亿，同比增长15.0%/11.3%/14.5%；归母净利润达405/466/551亿，同比增长15.2%/15.0%/18.3%；对应PE分别为33/28/24X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**高端酒需求回落，产能投放不达预期，食品安全风险，疫情控制不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,057.00
一年最低/最高价	722.94/1241.61
市净率(倍)	10.60
流通A股市值(百万元)	1327801.07

基础数据

每股净资产(元)	99.71
资产负债率(%)	19.52
总股本(百万股)	1256.20
流通A股(百万股)	1256.20

相关研究

- 1、《贵州茅台(600519)：基础建设年，稳中求进取》2020-01-03
- 2、《贵州茅台(600519)：体系调整时，稳增长可期》2019-10-16
- 3、《贵州茅台(600519)：Q2高基数稳增长，静待营销体制变革落地》2019-07-18

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	137862	165973	185731	230005	营业收入	77199	88787	98843	113214
现金	112075	136798	156563	196208	减:营业成本	6523	6929	7436	7929
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	11289	12981	14332	15850
存货	23507	25576	26731	29235	营业费用	2572	4439	4349	4529
其他流动资产	2280	3599	2437	4562	管理费用	5326	6659	6227	6793
非流动资产	21985	25403	27635	30886	财务费用	-4	-714	-941	-1329
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
固定资产	15249	18241	20521	23684	加:投资净收益	0	1	0	0
在建工程	1954	2277	2391	2544	其他收益	0	0	0	0
无形资产	3499	3407	3309	3207	营业利润	51343	58494	67439	79443
其他非流动资产	1283	1477	1414	1451	加:营业外净收支	-515	-413	-447	-434
资产总计	159847	191377	213367	260891	利润总额	50828	58081	66992	79009
流动负债	42438	48663	41230	53290	减:所得税费用	12998	14520	16882	19752
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	2626	3024	3478	4113
应付账款	1178	1160	1332	1334	归属母公司净利润	35204	40537	46632	55143
其他流动负债	41260	47504	39898	51956	EBIT	47465	54348	62592	73717
非流动负债	0	8	4	6	EBITDA	48641	55458	63927	75294
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	8	4	6	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	42438	48671	41234	53295	每股收益(元)	28.02	32.27	37.12	43.90
少数股东权益	4570	7594	11072	15186	每股净资产(元)	89.83	107.56	128.21	153.17
归属母公司股东权益	112839	135112	161060	192410	发行在外股份(百万股)	1256	1256	1256	1256
负债和股东权益	159847	191377	213367	260891	ROIC(%)	31.3%	30.2%	29.1%	28.7%
					ROE(%)	32.2%	30.5%	29.1%	28.5%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	91.6%	92.2%	92.5%	93.0%
经营活动现金流	41385	46616	43166	66890	销售净利率(%)	45.6%	45.7%	47.2%	48.7%
投资活动现金流	-1629	-4351	-3655	-4783	资产负债率(%)	26.5%	25.4%	19.3%	20.4%
筹资活动现金流	-16441	-17542	-19747	-22462	收入增长率(%)	26.4%	15.0%	11.3%	14.5%
现金净增加额	23315	24723	19765	39646	净利润增长率(%)	30.0%	15.2%	15.0%	18.3%
折旧和摊销	1175	1110	1335	1577	P/E	37.72	32.76	28.47	24.08
资本开支	1607	3236	2323	3205	P/B	11.77	9.83	8.24	6.90
营运资本变动	2025	2836	-7426	7431	EV/EBITDA	25.09	21.61	18.49	15.23

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

