



2020-03-06

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

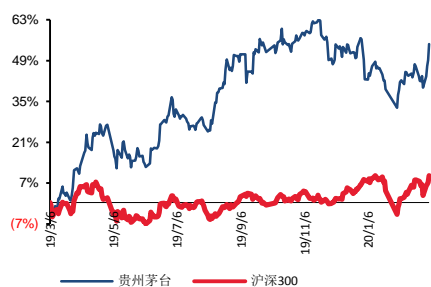
目标价: 1325.0

昨收盘: 1171.0

日常消费 食品、饮料与烟草

## 贵州茅台：新老交棒，后千亿时代延续上升周期

### ■ 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)	1,471,008/1,471,008
12个月最高/最低(元)	1233.75/737.50

### 相关研究报告：

贵州茅台(600519)《贵州茅台：销量计划超预期，无需担忧季度波动》

--2020/01/02

贵州茅台(600519)《贵州茅台：茅台股权划转，助力政府融资发展》

--2019/12/25

贵州茅台(600519)《贵州茅台：明年股价空间取决于未来酒价涨幅》

--2019/10/16

### 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：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

**点评事件：**公司发生重大人事调整，李保芳卸任茅台集团、股份公司董事长、股份公司董事职务，原贵州省省委委员、贵州省交通厅厅长高卫东接任。

### 一、管理层新老交棒着眼长远，“后千亿”时代延续上升周期

高卫东(1972年)接任李保芳(1958年)成为股份公司董事长和董事，标志着新一届公司领导班子基本到位。此前公司聘任公司副总经理、财务总监刘刚(1970年)兼任董事会秘书；聘任王晓维(1971年)为公司副总经理和销售公司董事长、涂华彬(1975年)为公司副总经理。新一任公司高管层基本上都是70后，“少壮派”接棒着眼长远，利好贵州茅台未来的持续稳定发展。随着原董事长李保芳的合理退休年龄以及十四五规划的临近，我们判断此次为正常的人事调整，也很及时。贵州茅台在以往剧烈的人事变动及渠道改革当中，经营和市场表现出非常强的稳健性和韧性，此次也将顺利、平稳过渡。

根据此前公司披露的2020年销量计划及收入增速指引，我们判断今年收入突破千亿、十三五规划完美收官的概率很高。2021年开始，茅台基酒逐步放量，茅台酒销量有望进入放量阶段；同时，目前茅台酒的渠道价差较大，出厂价提升具备想象空间。新管理层接任之后，随着营销改革的深化和茅台酒量价的提升，新一轮的五年规划及“后千亿”时代的茅台，上升周期仍将延续，经济效益、品牌效益和社会效益均有望持续提升。

### 二、经销商打款节奏提前，营销体制改革逐步落地、直营比例提升

根据渠道反馈，今年上半年传统经销商渠道打款节奏有所提前。去年9月份通知打款时，部分大商就已经完成今年上半年的打款；今年一季度的计划量占比提升；针对4、5月份计划量的真实打款时间较去年提前了24天左右。同时，KA卖场直供的到货进度及投放进度超预期：3月3日，首批10000瓶平价普飞投放到家乐福上海的10家指定门店，符合资格的会员可通过苏宁易购APP家乐福到家平台预约、在线抢购。上海家乐福是茅台已确认19家区域性KA卖场服务商之一，年计划量40吨。根据渠道反馈，家乐福实际签约较晚，但春节前已到货20吨，

此次首批投放近5吨，由此推断节前其他直供KA到货进度也较为可观，陆续会加大投放。3月还会投一些“走进”等非标系列，增厚业绩。

经销商的打款节奏提前、KA卖场直供的到货进度及投放进度超预期，春节前投放7500吨的计划量有望较好落地。随着市场供应量的增加，一批价合理下滑，目前2020年款普飞的一批价在2050-2100元的区间，但目前因为处在春节后淡季、同时又受到疫情的影响，实际交易较少，一批价可能短期失真，仅供参考。

公司深化与区域性KA卖场的合作作为营销体制改革的重要环节，利好渠道扁平化和增强市场调控能力。未来随着改革深化，消费群体有望明显扩大、开瓶率稳定提升、渠道价格体系也更加良性。多元渠道也有利于在茅台酒放量阶段更好地承接市场增量，确保茅台酒投放更加顺畅，有助于业绩增厚和平稳增长。

### 三、疫情影响可控，全年目标仍将达成，受益于大基建和经济恢复

结合公司实际经营的情况及对疫情的判断，我们认为短期疫情对公司的开工、运输配送及销售端的影响可控。随着疫情拐点的出现和市场的恢复，我们判断公司今年“计划不变，任务不减，指标不调，员工收入不降”的既定目标最终能够顺利落地。通过盘点03年SARS期间市场的表现，必须重视疫情拐点出现之后白酒和食品饮料等消费品的修复行情，特别是白马龙头的相对收益非常突出。考虑此次疫情海外扩散的可能性和趋势，我们判断白酒、调味品、乳肉制品等内需驱动为主导的子板块表现会更加亮眼。这些板块经过调整后估值回归合理，贵州茅台目前动态PE30倍左右。受益于国家加大对基建的投入，如果经济活动恢复，白酒板块将受益，建议积极布局。

#### 盈利预测和评级：

短期疫情影响可控、全年任务大概率能够达成，疫情拐点出现后具备相对收益配置价值，建议布局修复性行情；中长期看好的逻辑不变，营销体制改革的深化和年轻管理层的到位，将增强中长期持续增长的逻辑。大体判断，2020年作为“基础建设年”继续推进营销改革工作，3.46万吨的投放量足以支撑千亿收入和业绩增厚；2021年伴随十四五规划的启动和营销体制改革的配套动作，我们判断茅台酒出厂价上调具备较好的时间窗口和市场基础，支撑业绩持续较快增长；2022年及后续，随着消费群体的扩大及茅台酒真正放量，公司步入新一轮量价齐升的高速增长阶段。

根据公司实际经营情况和对未来的展望，维持 2019-2021 年收入增速分别为 15%、16%、20%，净利润增速分别为 15%、20%、26%，对应 EPS 分别为 32.29、38.87、48.84 元。

综合考虑龙头溢价和潜在的长期业绩增长空间，维持目标价 1325 元，对应 2020 年 EPS 的估值为 34 倍 PE。维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情影响超预期，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	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	77199	88779	102984	123581
收入同比(%)	26%	15%	16%	20%
归属母公司净利润	35204	40558	48834	61357
净利润同比(%)	30%	15%	20%	26%
每股收益(元)	28.02	32.29	38.87	48.84

# 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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@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
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。