

贵州茅台 (600519.SH) 行业逐渐回暖, 公司稳中求进

2020年04月02日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

日期	2020/4/2
当前股价(元)	1,145.00
一年最高最低(元)	1,241.61/834.21
总市值(亿元)	14,383.20
流通市值(亿元)	14,383.20
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
近3个月换手率(%)	22.35

● 长期增长路径清晰, 维持“买入”评级

供需紧平衡, 销量增长有保障。高端酒行业受益于消费升级和品牌集中度提升, 需求量预计仍能保持年均10%左右增速。渠道价差丰厚, 提价预期始终存在, 目前经销商利润率高达90%, 给提价留有足够空间。我们预计贵州茅台2019-2021年营收分别为885.95、980.81、1116.09亿元, 增速分别为15%、11%、14%。净利润分别为405.67亿、469.07、547.83亿, 同比增长15%、16%、17%; EPS分别为32.29元、37.34元、43.61元, 对应PE为36、31、27倍, 维持“买入”评级。

● 餐饮回暖、消费刺激政策出台, 白酒消费场景逐渐恢复

1) 根据来自于美味不用等、哗啦啦等数据统计平台显示, 截止4月1日统计范围内的全国餐饮营业门店数量已恢复至正常的6-7成水平, 预计2020年4-5月全国餐饮基本应可恢复2019年同期水平。2) 各地均出台刺激消费政策以扩大内需, 中央筹备启动新基建等政策, 为白酒商务消费创造良好条件。后续白酒动销回暖预期未充分反应至股价, 据wind一致盈利预测, 截止2019年4月1日白酒板块整体估值20倍, 处于历史较低水平。现阶段白酒估值低位, 预计白酒板块二季度应有超额收益。

● 公司全年受疫情影响可控, 业绩确定性强

贵州茅台针对2020年工作提出“计划不变、任务不减、指标不调、收入不降”的要求, 同时要求经销商在2020年一季度末打4-5月份货款、新增“走进系列”等茅台非标酒任务, 我们估计贵州茅台一季度大概率实现开门红。展望2020年, 短期的疫情扰动并不影响公司全年业绩, 公司渠道改革稳步推进, 结构提升持续进行。新董事长公开表示直营占比将进一步提升, 同时加大个性化产品投入, 结构升级持续, 预计业绩可更快增长。

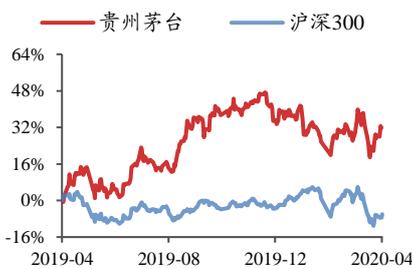
● **风险提示:** 需求受宏观经济影响超预期、价格波动风险、食品安全问题等。

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	88,595	98,081	111,609
YOY(%)	52.1	26.4	14.8	10.7	13.8
净利润(百万元)	27,079	35,204	40,567	46,907	54,783
YOY(%)	62.0	30.0	15.2	15.6	16.8
毛利率(%)	90.3	91.6	91.4	91.8	92.1
净利率(%)	44.3	45.6	45.8	47.8	49.1
ROE(%)	30.2	32.2	30.4	27.8	26.0
EPS(摊薄/元)	21.56	28.02	32.29	37.34	43.61
P/E(倍)	53.1	40.9	35.5	30.6	26.1
P/B(倍)	14.7	11.9	9.9	7.9	6.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-量价空间充足, 增长确定性强》-2020.3.19

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	112249	137862	166415	199031	248862
现金	87869	112075	133490	169600	209885
应收票据及应收账款	1222	564	1485	783	1798
其他应收款	273	394	371	476	488
预付账款	791	1182	1082	1425	1428
存货	22057	23507	29846	26607	35123
其他流动资产	38	140	140	140	140
非流动资产	22361	21985	25158	26651	30709
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15244	15249	18183	19666	23709
无形资产	3459	3499	3407	3309	3207
其他非流动资产	3658	3237	3568	3676	3793
资产总计	134610	159847	191574	225682	279572
流动负债	38575	42438	49027	44932	53271
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	992	1178	1363	1326	1614
其他流动负债	37583	41260	47664	43606	51657
非流动负债	16	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	0	0	0	0
负债合计	38590	42438	49027	44932	53271
少数股东权益	4568	4570	7405	10785	14725
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	88227	109426	130704	155237	183851
归属母公司股东权益	91452	112839	135141	169965	211576
负债和股东权益	134610	159847	191574	225682	279572

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	22153	41385	42936	49316	56617
净利润	29006	37830	43402	50293	58725
折旧摊销	1126	1175	1108	1326	1555
财务费用	-56	-4	-1026	-1702	-2456
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-8318	2025	-549	-602	-1207
其他经营现金流	395	359	0	0	0
投资活动现金流	-1121	-1629	-4282	-2818	-5614
资本支出	1125	1607	2544	3234	4020
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	4	-22	-1738	415	-1593
筹资活动现金流	-8899	-16441	-17238	-10388	-10718
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	-17238	-10388	-10718
现金净增加额	12133	23315	21416	36110	40285

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	61063	77199	88595	98081	111609
营业成本	5940	6523	7638	8082	8837
营业税金及附加	8404	11289	12846	14222	16183
营业费用	2986	2572	4430	4904	5580
管理费用	4721	5326	6202	4904	4464
研发费用	0	22	35	39	45
财务费用	-56	-4	-1026	-1692	-2453
资产减值损失	-8	1	0	0	0
其他收益	0	10	5	7	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	38940	51343	58475	67629	78958
营业外收入	12	12	9	10	11
营业外支出	212	527	304	340	346
利润总额	38740	50828	58180	67300	78624
所得税	9734	12998	14778	17014	19901
净利润	29006	37830	43402	50286	58723
少数股东损益	1927	2626	2835	3379	3940
归属母公司净利润	27079	35204	40567	46907	54783
EBITDA	37230	48641	55604	64089	74489
EPS(元)	21.56	28.02	32.29	37.34	43.61

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	52.1	26.4	14.8	10.7	13.8
营业利润(%)	60.5	31.9	13.9	15.7	16.8
归属于母公司净利润(%)	62.0	30.0	15.2	15.6	16.8
获利能力					
毛利率(%)	90.3	91.6	91.4	91.8	92.1
净利率(%)	44.3	45.6	45.8	47.8	49.1
ROE(%)	30.2	32.2	30.4	27.8	26.0
ROIC(%)	29.6	31.3	30.1	27.6	25.7
偿债能力					
资产负债率(%)	28.7	26.5	25.6	19.9	19.1
净负债比率(%)	-91.5	-95.5	-93.6	-93.5	-93.0
流动比率	2.9	3.2	3.4	4.4	4.7
速动比率	2.3	2.7	2.8	3.8	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	59.9	86.5	86.5	86.5	86.5
应付账款周转率	5.8	6.0	6.0	6.0	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	21.56	28.02	32.29	37.34	43.61
每股经营现金流(最新摊薄)	17.63	32.94	34.18	39.26	45.07
每股净资产(最新摊薄)	72.80	89.83	107.58	135.30	168.42
估值比率					
P/E	53.1	40.9	35.5	30.6	26.1
P/B	14.7	11.9	9.9	7.9	6.3
EV/EBITDA	33.8	25.3	21.8	18.4	15.4

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835