

2019 顺利收官略超指引，后千亿时代发展可期

——贵州茅台（600519）年报点评报告

增持（维持）

日期：2020年04月22日

事件：

公司发布2019年财务报告，报告期内公司实现营业总收入888.54亿元，同比增长15.10%；营业收入854.30亿元，同比增长16.01%；实现归母净利润412.06亿元，同比增长17.05%，业绩增速略高于此前公司发布的生产经营公告及我们此前深度报告预期。基本每股收益为32.80元；经营活动现金流净额为452.11亿元，同比增长9.24%；此外，公司拟对公司全体股东每10股派发现金红利170.25元（含税）。

投资要点：

- **分品类：产品结构向上升级+直营放量拉动茅台酒量价双升**，2019年茅台酒实现营收758.02亿元，同增15.75%，销量/产量分别为3.46/4.99万吨，同增6.46%/0.51%，超过公司销量计划3.1万吨，吨价219.32万元/吨，同增8.72%，毛利率93.78%，较2018年增长0.04pct，吨价提升明显的情况下，毛利率基本持平，主因原材料（单位直接材料YoY+6%）及生产员工（单位直接人工+21%）成本上升；系列酒收入增长主要由价格拉动，系列酒实现营收95.42亿元，同增18.14%，销量/产量分别为3.01/2.51万吨，同增1.04%/22.28%，吨价31.72万元/吨，同增16.93%，毛利率为72.20%，较2018年增长1.15pct，系列酒销量平稳，价增趋稳，践行“打基础和树品牌”的发展思路。
- **分渠道：直营稳步扩张，渠道持续理顺**。2019年公司直营收入72.49亿元，同增65.65%，占比8.49%，较2018年增加2.55pct，19年是公司直销破局之年，渠道逐步理顺，预计未来直营占比将持续提升。经销收入780.96亿元，同增12.87%，占比91.51%。报告期内，公司经销商减少654家，茅台酒经销商减少151家，Q4减少17家，清理节奏明显放缓，预示渠道整顿进入尾声，酱香系列酒经销商减少503家，持续推进渠道体系健康化发展。
- **预收款：春节旺季提前推动预收款高基数下上涨**，年末公司预收款项137.40亿元，环比Q3增长24.86亿元，同增1.64亿元，经销商减少的情况下预收款高基数下增长主因春节旺季提前，经销商提前打款。

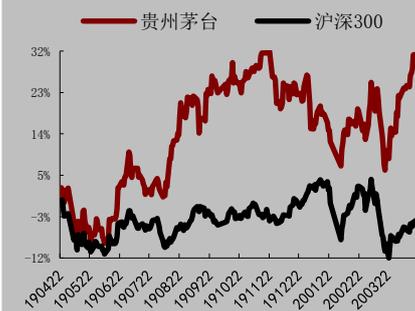
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	888.54	983.14	1146.10	1287.41
增长比率(%)	15.10%	10.65%	16.58%	12.33%
净利润(亿元)	412.06	464.02	553.37	628.89
增长比率(%)	17.05%	12.61%	19.26%	13.65%
每股收益(元)	32.80	36.94	44.05	50.06
市盈率(倍)	36.58	32.49	27.24	23.97

资料来源：Wind，万联证券研究所 注：营业收入为营业总收入，净利润为归母净利润

基础数据

行业	食品饮料
公司网址	
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司/58.00%
实际控制人/持股	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,256.20
流通A股(百万股)	1,256.20
收盘价(元)	1,200.00
总市值(亿元)	15,074.37
流通A股市值(亿元)	15,074.37

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年04月21日

相关研究

万联证券研究所 20200224_公司深度报告
_AAA_贵州茅台（600519）首次覆盖报告

分析师：

陈雯

执业证书编号：

S0270519060001

电话：

18665372087

邮箱：

chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：

王鹏

电话：

15919158497

邮箱：

wangpeng1@wlzq.com.cn

- **费用投放：期间费用率上行主因销售费用，净利率稳健增长。**2019年公司期间费用率为11.14%，同增0.37pct，其中销售费用总计32.79亿元，同比增长27.48%，销售费用率达到3.84%，增加0.35pct，主因广告宣传及市场拓展费用增加(YoY+35.99%)。管理费用总计61.68亿元，同比增长15.81%，管理费用率同降0.01pct至7.23%，与上年基本持平。净利率同比增长0.48pct至49.5%，盈利能力稳步增长。
- **展望：短期看Q1实现两位数增长概率较大，长期看格局不受疫情扰动增长确定性强。**2019年，公司在渠道和产品的结构优化下完成营收利润稳健增长，集团提前摘下千亿营收的“桃子”，年初业绩指引给出2020年营业总收入同增10%的经营目标。COVID-19疫情短期冻结送礼、宴请等线下消费场景，节后需求淡季，动销不足，叠加3月茅台要求打二季度款，批价短期下触及1900元左右，随着我国疫情逐步得到控制，线下消费场景逐步解冻，终端备货需求推动批价回暖，近期回升至2200元左右，茅台顺利通过疫情压力测试。**短期看，一季度业绩层面**，经销商疫情前打款，KA+电商直营渠道放量节奏加快叠加非标“走进系列”放量拉升吨价，Q1实现开门红的概率较大；**全年业绩层面**，疫情影响有限，茅台大力推进复工复产，提出“四不”目标，基础建设年下完成“换帅”及领导班子调整，顺利完成业绩目标的底气更足。近年实际投放量均超计划量，不排除20年实际投放量再超计划的可能。**长期看**，我国白酒行业结构性景气周期仍有望持续，高端酒行业扩容、行业马太效应的大逻辑不变，疫情有望加速行业集中。茅台作为高端酒的价值标杆，品牌力极强，产能天花板下供给偏紧的局面仍存。**量的层面**，产能处于逐步释放阶段；**价的层面**，直接提价预期升温，直营推进+非标放量仍可完成间接提价，量价逻辑兼备，业绩确定性较强，渠道掌控能力和抗风险能力也在不断提升。**估值层面**，当前不确定性环境下具较强确定性的龙头茅台有望获得估值溢价，估值中枢有望抬升。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计2020-2022年公司营业总收入为983.14/1146.10/1287.41亿元，同比增长10.65%/16.58%/12.33%，归母净利润为464.02/553.37/628.89亿元，同比增长12.61%/19.26%/13.65%，对应EPS为36.94/44.05/50.06元，4月21日收盘价对应PE为32.49/27.24/23.97倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**1、经济下行风险 2、疫情风险 3、食品安全风险 4、直营推进不及预期

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	159,024	186,359	218,394	256,201	营业收入	88,854	98,314	114,610	128,741
货币资金	13,252	27,274	43,930	65,266	营业成本	7,576	7,938	8,636	9,269
应收票据及应收账款	1,463	1,401	1,633	1,834	营业税金及附加	12,733	13,764	15,472	17,380
其他应收款	77	286	297	310	销售费用	3,279	3,333	3,771	4,107
预付账款	1,549	1,350	1,209	1,112	管理费用	6,168	6,431	7,154	7,649
存货	25,285	26,909	29,273	31,420	研发费用	49	41	55	58
其他流动资产	117,399	129,139	142,052	156,258	财务费用	7	-21	-45	-51
非流动资产	24,018	25,658	26,949	27,810	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-14	0	0	0
固定资产	15,144	16,379	17,965	19,021	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	2,519	3,019	2,819	2,719	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	4,728	4,643	4,558	4,473	营业利润	59,041	66,828	79,567	90,329
其他长期资产	1,627	1,617	1,607	1,597	营业外收入	9	9	9	9
资产总计	183,042	212,017	245,343	284,011	营业外支出	268	345	300	300
流动负债	41,093	44,535	47,431	51,538	利润总额	58,783	66,492	79,276	90,038
短期借款	0	0	0	0	所得税	14,813	16,830	20,071	22,776
应付票据及应付账款	1,514	1,439	1,606	1,752	净利润	43,970	49,662	59,206	67,263
预收账款	13,740	14,256	14,899	16,994	少数股东损益	2,764	3,260	3,868	4,374
其他流动负债	25,839	28,841	30,925	32,792	归属母公司净利润	41,206	46,402	55,337	62,889
非流动负债	73	73	73	73	EBITDA	60,293	68,157	81,022	91,906
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	32.80	36.94	44.05	50.06
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	73	73	73	73					
负债合计	41,166	44,608	47,504	51,611	主要财务比率				
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	成长能力				
留存收益	133,386	155,659	182,221	212,408	营业收入	15.1%	10.6%	16.6%	12.3%
归属母公司股东权益	136,010	158,283	184,845	215,032	营业利润	15.0%	13.2%	19.1%	13.5%
少数股东权益	5,866	9,126	12,994	17,368	归属于母公司净利润	17.1%	12.6%	19.3%	13.6%
负债和股东权益	183,042	212,017	245,343	284,011	获利能力				
					毛利率	91.5%	91.9%	92.5%	92.8%
					净利率	49.5%	50.5%	51.7%	52.2%
					ROE	30.3%	29.3%	29.9%	29.2%
					ROIC	31.1%	29.8%	30.0%	29.0%
					偿债能力				
					资产负债率	22.5%	21.0%	19.4%	18.2%
					净负债比率	-1.6%	-9.7%	-16.6%	-23.3%
					流动比率	3.87	4.18	4.60	4.97
					速动比率	3.22	3.55	3.96	4.34
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.46	0.47	0.45
					应收账款周转率	—	—	—	—
					存货周转率	0.30	0.29	0.29	0.29
					每股指标 (元)				
					每股收益	32.80	36.94	44.05	50.06
					每股经营现金流	35.99	33.02	38.62	45.23
					每股净资产	108.27	126.00	147.15	171.18
					估值比率				
					P/E	36.58	32.49	27.24	23.97
					P/B	11.08	9.52	8.16	7.01
					EV/EBITDA	24.43	21.72	18.06	15.69

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

注: 营业收入为营业总收入, 营业成本包含利息支出、手续费及佣金支出

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场