

Q1 如期开门红，龙头表率为板块注入强心针

——贵州茅台（600519）季报点评报告

增持（维持）

日期：2020年04月28日

事件：

昨晚，公司发布2020年第一季度财务报告，报告期内公司实现营业总收入252.98亿元，同增12.54%，营业收入244.05亿元，同比增长12.76%；实现归母净利130.94亿元，同比增长16.69%，扣非归母净利131.55亿元，同增16.40%；基本每股收益为10.42元；报告期内毛利率为91.67%，同降0.44pct；净利率为56.80%，同增1.75pct。

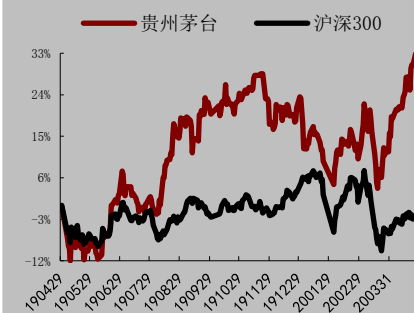
投资要点：

- **分品类看**，报告期内茅台酒实现营收222.22亿元，同增13.97%，销量预计万吨左右，考虑到营业税金率同比下跌1.09pct，实际发货量或小于报表销量；**系列酒**实现营收21.69亿元，同增1.72%，增速明显下降，更加注重“质”的发展。**分渠道看**，报告期内公司直销收入19.38亿元，同增77.6%，占比7.95%，同比提升2.90pct，主因Q1KA及电商合作不断落地，直营布局持续推进，环比下跌1.85pct，或因19Q4经销商配额计划执行完毕，直销放量提速；批发收入224.53亿元，同增9.3%；Q1公司经销商减少316家，其中茅台酒经销商减少29家，酱香系列酒经销商减少287家。
- **费用投放及盈利能力**：报告期内公司期间费用率为9.12%，同降1.67pct。其中销售费用总计6.61亿元，同比下降24.12%，销售费用率为2.71%，同比降低1.32pct，销售费用率下降或因系列酒增速下降明显及疫情影响；管理费用总计15.60亿元，同比增长7.07%，管理费用率同降0.34pct至6.39%。毛利率或因直接材料及直接人工成本上升压力下降，净利率保持增长，盈利能力稳步提升。
- **预收账款**：Q1公司合同负债及其他流动负债（公司将预收账款改为于上述两科目列示）合计77.09亿元，环比下降60.32亿元，同比减少36.76亿元，主因经销商清理以及公司提出减少经销商资金占用，改善服务（原则上提前一个月打款即可），无需担忧预收款指标。

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/58.0% |
| 实际控制人/持股 | |
| 总股本（百万股） | 1,256.20 |
| 流通A股（百万股） | 1,256.20 |
| 收盘价（元） | 1,276.00 |
| 总市值（亿元） | 16,029.08 |
| 流通A股市值（亿元） | 16,029.08 |

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27日

相关研究

万联证券研究所 20200423_公司年报点评_AAA_贵州茅台（600519）年报点评报告
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

号：

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

| | 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) | 38.90 | 34.54 | 28.97 | 25.49 |

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

- **展望：Q1业绩再次验证疫情对公司报表影响有限的逻辑，长期看好公司增长确定性。**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。**20年Q1，公司执行二季度4-5月配额，KA+电商直营渠道放量叠加非标“走进系列”等放量拉升吨价，Q1顺利实现开门红；短期看，全年业绩几乎不受疫情影响，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：**我们维持预测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27日收盘价对应PE为34.54/28.97/25.49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

图表 1：贵州茅台单季度利润表及重要财务比率

| 单位：百万元 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 营业总收入 | 18395 | 16856 | 19718 | 22230 | 22481 | 18692 | 22336 | 25346 | 25298 |
| 营业收入 | 17466 | 15931 | 18845 | 21397 | 21644 | 17844 | 21447 | 24495 | 24405 |
| 营业总成本 | 6218 | 6153 | 6760 | 6735 | 6484 | 6285 | 7311 | 9732 | 6738 |
| 其中：营业成本 | 1519 | 1506 | 1612 | 1886 | 1707 | 1504 | 1974 | 2244 | 2032 |
| 营业税金及附加 | 2526 | 2114 | 3216 | 3433 | 2407 | 2332 | 3208 | 4786 | 2448 |
| 销售费用 | 945 | 1254 | 646 | -273 | 872 | 1115 | 627 | 665 | 661 |
| 管理费用 | 1201 | 1252 | 1231 | 1642 | 1457 | 1259 | 1424 | 2029 | 1560 |
| 研发费用 | 3 | 5 | 8 | 7 | 9 | 44 | 13 | -16 | 10 |
| 财务费用 | -3 | -1 | 0 | 1 | 0 | -2 | 1 | 8 | -5 |
| 资产减值损失 | 2 | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 | -115 | 95 | -3 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 12178 | 10702 | 12958 | 15505 | 15996 | 12402 | 14914 | 15729 | 18561 |
| 营业外收入 | 2 | 4 | 4 | 1 | 2 | 5 | 2 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 7 | 159 | 105 | 256 | 110 | 5 | 0 | 153 | 80 |
| 利润总额 | 12173 | 10547 | 12857 | 15250 | 15889 | 12401 | 14916 | 15577 | 18482 |
| 所得税 | 3042 | 2757 | 3207 | 3992 | 3973 | 3121 | 3700 | 4019 | 4619 |
| 净利润 | 9131 | 7791 | 9650 | 11258 | 11916 | 9281 | 11216 | 11558 | 13863 |
| 少数股东损益 | 624 | 534 | 681 | 788 | 694 | 551 | 712 | 806 | 769 |
| 归属母公司净利润 | 8507 | 7257 | 8969 | 10470 | 11221 | 8730 | 10504 | 10752 | 13094 |
| EPS | 6.77 | 5.78 | 7.14 | 8.33 | 8.93 | 6.95 | 8.36 | 8.56 | 10.42 |
| 主要财务比率 | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 91.3% | 90.5% | 91.4% | 91.2% | 92.1% | 91.6% | 90.8% | 90.8% | 91.7% |
| 营业税金率 | 14.5% | 13.3% | 17.1% | 16.0% | 11.1% | 13.1% | 15.0% | 19.5% | 10.0% |
| 销售费用率 | 5.4% | 7.9% | 3.4% | -1.3% | 4.0% | 6.3% | 2.9% | 2.7% | 2.7% |
| 管理费用率 | 6.9% | 7.9% | 6.5% | 7.7% | 6.7% | 7.1% | 6.6% | 8.3% | 6.4% |
| 营业利润率 | 69.7% | 67.2% | 68.8% | 72.5% | 73.9% | 69.5% | 69.5% | 64.2% | 76.1% |
| 实际税率 | 25.0% | 26.1% | 24.9% | 26.2% | 25.0% | 25.2% | 24.8% | 25.8% | 25.0% |
| 净利率 | 52.3% | 48.9% | 51.2% | 52.6% | 55.1% | 52.0% | 52.3% | 47.2% | 56.8% |
| 营业总收入YoY | 32.2% | 45.6% | 3.8% | 34.1% | 22.2% | 10.9% | 13.3% | 14.0% | 12.5% |
| 营业利润YoY | 38.5% | 45.9% | 3.6% | 50.5% | 31.4% | 15.9% | 15.1% | 1.4% | 16.0% |
| 归母净利YoY | 38.9% | 41.5% | 2.7% | 47.6% | 31.9% | 20.3% | 17.1% | 2.7% | 16.7% |
| 收入占比 | 23.8% | 21.8% | 25.5% | 28.8% | 25.3% | 21.0% | 25.1% | 28.5% | - |

资料来源：公司公告，万联证券研究所

| 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 | 38.90 | 34.54 | 28.97 | 25.49 |
| | | | | | P/B | 11.79 | 10.13 | 8.67 | 7.45 |
| | | | | | EV/EBITDA | 24.43 | 23.12 | 19.24 | 16.73 |

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

注: 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, 公司将预收账款调整至合同负债及其他流动负债列示, 因模型未更新该科目, 预测年份预收账款暂时保留在预收账款列示。

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