

直营加速放量，全年目标底气十足

——贵州茅台（600519）半年报点评报告

增持（维持）

日期：2020年07月29日

事件：

昨晚，公司发布2020年半年度财务报告，报告期内公司实现营业总收入456.34亿元，同增10.84%，营业收入439.53亿元，同比增长11.31%；实现归母净利226.02亿元，同比增长13.29%。其中，Q2营业总收入203.36亿元，同增8.79%；营业收入195.47亿元，同增9.55%；归母净利95.08亿元，同增8.92%。综上，公司2020H1业绩基本符合公司指引及预期。

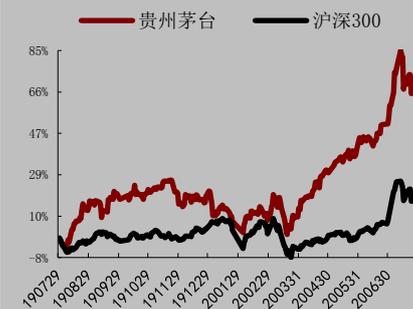
投资要点：

- **茅台酒稳健增长，价增为主要驱动。分品类看，20H1茅台酒实现营收392.61亿元，同增12.84%，Q2实现营收170.39亿元，同增11.39%；20H1系列酒实现营收46.50亿元，同减0.10%；Q2实现营收24.82亿元，同减1.63%。量价拆分：20H1茅台酒/系列酒基酒产量分别为3.67/1.14万吨，同增6.7%/4.6%，疫情下公司积极推进复工复产，生产受到的影响有限。茅台酒20H1报表销量同增5%左右，直营扩张及产品结构升级间接提升吨价，为茅台酒收入增长的主要贡献。**
- **直营渠道加速放量，渠道优化调整仍在进行中。分渠道看，20H1公司直销收入51.53亿元，同增221.63%，占比11.7%，同增7.7pct；20Q2直销渠道实现营收32.14亿元，同增529.72%，占比16.47%，同增13.6pct，主因KA及电商合作不断落地，直营布局持续推进，1月与山东、江苏、重庆、四川、北京、上海、广东等地的区域KA卖场进行签约，6月新增16家区域KA卖场、4家酒类垂直电商和2家烟草零售连锁总计22家直销渠道商；批发收入387.59亿元，同增2.41%；20H1公司经销商减少327家，其中酱香系列酒经销商增加1家，减少293家。截至第二季度末，茅台国内经销商数量为2051家，国外经销商数量为105家。**
- **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，7月28日收盘价对应PE为45.21/37.91/33.36倍，维持“增持”评级。**

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)	1,670.00
总市值(亿元)	20,978.50
流通A股市值(亿元)	20,978.50

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07月28日

相关研究

万联证券研究所 20200428_公司季报点评
_AAA_贵州茅台（600519）季报点评报告
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)	50.91	45.21	37.91	33.36

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

- **费用投放及盈利能力:**20H1公司销售费用率为2.7%,同比降低2.4pct,主因疫情下费用投放减少及运输费调整到主营业务成本重核算;管理费用率同降0.1pct至6.8%。报告期内酒类业务毛利率为91.5%,同减0.4pct,主因运输费核算方法调整;净利率为49.5%,同增1.07pct,盈利能力稳步提升。
- **预收账款及现金流:**二季度末公司合同负债及其他流动负债(公司将预收账款调整为于上述两科目列示)合计105.71亿元,环比增加28.63亿元。销售商品、提供劳务收到的现金为464.46亿元,同比增长7.19%,疫情压力下稳健增长。
- **展望:**短期看,上半年顺利完成经营目标,全年业绩几乎不受疫情影响,茅台疫情下提出“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,下半年中秋旺季可期,直营渠道预计继续放量,叠加非标投放,吨价也有望进一步提升。随着疫情防控形势进一步向好,系列酒有望迎来增长。长期看,高端酒行业扩容、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**,后疫情时代,普飞批价呈上涨之势,目前已涨至2530-2555元左右,高渠道利润带来较厚的安全垫,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高端龙头茅台有望获得估值溢价,估值中枢有望抬升。
- **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	2020Q2
营业总收入	18395	16856	19718	22230	22481	18692	22336	25346	25298	20336
营业收入	17466	15931	18845	21397	21644	17844	21447	24495	24405	19547
营业总成本	6218	6153	6760	6735	6484	6285	7311	9732	6738	6758
其中: 营业成本	1519	1506	1612	1886	1707	1504	1974	2244	2032	1720
营业税金及附加	2526	2114	3216	3433	2407	2332	3208	4786	2448	3156
销售费用	945	1254	646	-273	872	1115	627	665	661	502
管理费用	1201	1252	1231	1642	1457	1259	1424	2029	1560	1413
研发费用	3	5	8	7	9	44	13	-16	10	13
财务费用	-3	-1	0	1	0	-2	1	8	-5	-68
资产减值损失	2	-4	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	6	-115	95	-3	10
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	12178	10702	12958	15505	15996	12402	14914	15729	18561	13520
营业外收入	2	4	4	1	2	5	2	1	1	2
营业外支出	7	159	105	256	110	5	0	153	80	25
利润总额	12173	10547	12857	15250	15889	12401	14916	15577	18482	13497
所得税	3042	2757	3207	3992	3973	3121	3700	4019	4619	3432
净利润	9131	7791	9650	11258	11916	9281	11216	11558	13863	10065
少数股东损益	624	534	681	788	694	551	712	806	769	557
归属母公司净利润	8507	7257	8969	10470	11221	8730	10504	10752	13094	9508
EPS	6.77	5.78	7.14	8.33	8.93	6.95	8.36	8.56	10.42	7.57
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%	91.2%
营业税金率	14.5%	13.3%	17.1%	16.0%	11.1%	13.1%	15.0%	19.5%	10.0%	16.1%
销售费用率	5.4%	7.9%	3.4%	-1.3%	4.0%	6.3%	2.9%	2.7%	2.7%	2.6%
管理费用率	6.9%	7.9%	6.5%	7.7%	6.7%	7.1%	6.6%	8.3%	6.4%	7.2%
营业利润率	69.7%	67.2%	68.8%	72.5%	73.9%	69.5%	69.5%	64.2%	76.1%	69.2%
实际税率	25.0%	26.1%	24.9%	26.2%	25.0%	25.2%	24.8%	25.8%	25.0%	25.4%
净利率	52.3%	48.9%	51.2%	52.6%	55.1%	52.0%	52.3%	47.2%	56.8%	51.5%
营业总收入YoY	32.2%	45.6%	3.8%	34.1%	22.2%	10.9%	13.3%	14.0%	12.5%	8.8%
营业利润YoY	38.5%	45.9%	3.6%	50.5%	31.4%	15.9%	15.1%	1.4%	16.0%	9.0%
归母净利YoY	38.9%	41.5%	2.7%	47.6%	31.9%	20.3%	17.1%	2.7%	16.7%	8.9%
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	50.91	45.21	37.91	33.36
					P/B	15.42	13.25	11.35	9.76
					EV/EBITDA	24.43	30.38	25.35	22.12

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, 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