

贵州茅台（600519）：直营占比继续提升，龙头业绩稳健增长

2020年07月30日

强烈推荐/维持

贵州茅台 公司报告

事件：公司发布 2020H1 业绩报告，上半年实现营收 439.52 亿元，同增 11.31%，实现归母净利润 226.02 亿元，同增 13.29%；20Q2 实现营业收入 195.47 亿元，同增 9.54%，归母净利润 95.08 亿元，同增 8.92%。

公司收入符合预期，预收环比改善。2020Q2 预收账款（统计口径变更为合同负债和其他流动负债）为 105.71 亿元，较 2020Q1 末增加 28.6 亿元，我们判断与经销商 7 月份打款提前有关。按照季度营业收入+季度间预收账款变动所体现出来的真实营收，2020Q2 真实营收增长 11.85%。

直营渠道持续开拓，直营比例继续提升。2020Q2 直销售收入 32.14 亿元，直营比例提升至 15.81%，公司加大直营渠道开拓力度，1 月与山东、江苏、重庆等地的区域 KA 卖场签约，6 月公司 2020 直销渠道签约仪式上共计 22 家单位成为茅台的直销渠道商，其中有 16 家区域 KA 卖场、4 家酒类垂直电商和 2 家烟草零售连锁。按照 1399 直营出厂价计算，2020Q2 直销售量 1300 吨。近期茅台公司仍在增加直营终端的签约，预计全年新增直销量将超过 3000 吨。加上茅台集团营销公司量、国资委和其他平台公司直销量，预计全年直销量将超过 1 万吨，粗略估算对收入增长贡献约为 4-5%。

期间费用率稳定，利润表现与税金及附加相关。2020Q2 销售费用率 2.47%，同比-3.5pcts；管理费用率 6.95%，同比+0.21pcts；财务费用率 0.07%，同比-0.16pcts。销售毛利率 91.2%，同比-0.37pcts。公司 2020Q2 净利率下滑，以及归母净利润增长略低于预期，主要与税金及附加确认较多有关。2020Q2 公司税金及附加确认 31.57 亿元，同比增加 35.32%。

投资建议：公司年初制定双位数增长目标，从上半年情况来看，在稳步推进这一目标，判断大概率能够完成。预测公司 20-22 年营收为 990、1167、1352 亿元，同增 11%/18%/16%，归母净利润为 468、557、662 亿元，同增 14%/19%/19%，EPS 分别为 37、44、53 元/股。我们看好下半年高端酒继续复苏，给予 42 倍目标估值，目标价为 1848 元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：产能不足，渠道政策失误，提价后价盘混乱。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	77199	88854	99004	116664	135174
增长率(%)	26.4%	15.1%	11.4%	17.8%	15.9%
归母净利润(百万元)	35204	41206	46751	55684	66222
增长率(%)	30.0%	17.1%	13.5%	19.1%	18.9%
净资产收益率(%)	31.2%	30.3%	28.0%	26.4%	25.5%
每股收益(元)	28.02	32.80	37.22	44.33	52.72
PE	60	51	45	38	32
PB	18.59	15.42	12.55	9.95	8.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是国内白酒行业的标志性企业，主要生产销售世界三大名酒之一的茅台酒，同时进行饮料、食品、包装材料的生产及销售，防伪技术开发，信息产业相关产品的研制开发。茅台酒历史悠久，源远流长，是酱香型白酒的典型代表，享有“国酒”的美称。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间(元)	1,781.99-931.55
总市值(亿元)	20,978.5
流通市值(亿元)	20,978.5
总股本/流通 A 股(万股)	125,620/125,620
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.29

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：孟斯硕

010-66554017

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

研究助理：张东雪

010-66554026

zhangdx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070051

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位：百万元					利润表		单位：百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
流动资产合计	137862	159024	296508	341083	391503	营业收入	77199	88854	99004	116664	135174		
货币资金	112075	13252	149346	190068	236141	营业成本	6523	7430	7580	8566	9592		
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	11289	12733	14333	17971	20195		
其他应收款	50	77	85	100	116	营业费用	2572	3279	3971	5659	5989		
预付款项	1182	1549	1964	2410	2922	管理费用	5326	6168	6851	9253	10038		
存货	23507	25285	26557	29579	33364	财务费用	-4	7	2	5	3		
其他流动资产	140	21	1	-106	-180	研发费用	22	49	24	31	35		
非流动资产合计	21985	24018	22263	20722	19100	资产减值损失	1.29	0.00	-2.25	-0.32	-0.86		
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	-14.02	-4.67	-6.23	-8.31		
固定资产	15249	15144	13733	12508	10985	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
无形资产	3499	4728	4637	4561	4466	加：其他收益	9.63	18.77	9.47	12.62	13.62		
其他非流动资产	0	334	0	0	0	营业利润	51343	59041	66250	75187	89328		
资产总计	159847	183042	318771	361806	410602	营业外收入	11.62	9.45	11.09	10.72	10.42		
流动负债合计	42438	41093	143412	143680	143619	营业外支出	527.00	268.39	335.84	377.08	327.11		
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	50828	58783	65925	74821	89011		
应付账款	1178	1514	1437	1672	1845	所得税	12998	14813	16736	18924	22555		
预收款项	13577	13740	43285	43124	42720	净利润	37830	43970	49189	55897	66456		
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	2626	2764	2439	213	234		
非流动负债合计	0	73	-79	-1157	-1157	归属母公司净利润	35204	41206	46751	55684	66222		
长期借款	0	0	-79	-1157	-1157	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
负债合计	42438	41166	143333	142523	142463	成长能力							
少数股东权益	4570	5866	8305	8518	8752	营业收入增长	26.43%	15.10%	11.42%	17.84%	15.87%		
实收资本（或股本）	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	31.85%	14.99%	12.21%	13.49%	18.81%		
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利润增长	30.00%	17.05%	13.45%	19.11%	18.93%		
未分配利润	95982	115892	142655	181024	222793	获利能力							
归属母公司股东权益合计	112839	136010	167134	210764	259388	毛利率(%)	91.55%	91.64%	91.17%	91.38%	92.02%		
负债和所有者权益	159847	183042	318771	361806	410602	净利率(%)	49.00%	49.49%	49.68%	47.91%	49.16%		
现金流量表						总资产净利润(%)	22.02%	22.51%	14.67%	15.39%	16.13%		
						ROE(%)	31.20%	30.30%	27.97%	26.42%	25.53%		
经营活动现金流						偿债能力							
净利润	41385	45211	49012	53957	63731	资产负债率(%)	27%	22%	19%	15%	13%		
折旧摊销	37830	43970	49189	55897	66456	流动比率					9.70		
折旧摊销	4583.84	5877.91	1519.87	1541.12	1558.72	速动比率					8.87		
财务费用	-4	7	2	5	3	营运能力							
应收帐款减少	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.52	0.50	0.49	0.48		
预收帐款增加	0	0	-455	-161	-404	应收账款周转率							
投资活动现金流	-1629	-3166	124	-100	-55	应付账款周转率	71.14	66.01	67.11	75.04	76.85		
公允价值变动收益	0	-14	-5	-6	-8	每股指标(元)							
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	28.02	32.80	37.22	44.33	52.72		
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	18.56	18.12	26.61	32.42	36.68		
筹资活动现金流	-16441	-19284	-15708	-13136	-17602	每股净资产(最新摊薄)	89.83	108.27	133.05	167.78	206.49		
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率							
长期借款增加	0	0	-79	-1078	0	P/E	59.60	50.91	44.87	37.67	31.68		
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	18.59	15.42	12.55	9.95	8.09		
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	35.51	32.11	28.63	24.76	20.41		
现金净增加额	23315	22761	33429	40722	46073								

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

研究助理简介

张东雪

南开大学金融学硕士，2019年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖乳制品、食品、部分白酒板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526