

Q4 直销放量渠道优化进行时，飞天批价仍坚挺

——贵州茅台（600519）事项点评报告

增持（维持）

日期：2020年11月27日

事件：

近日，贵州茅台酒2020年直销渠道商座谈会在茅台会议中心举行，会议提出2020年四季度，茅台直销渠道计划销售4160吨飞天茅台酒。

投资要点：

- **飞天直销渠道放量增厚收入，吨价上升驱动盈利能力稳步提高：**茅台近年发力直销渠道建设，自去年对商超卖场、电商等直销渠道的公开招标，到今年6月集中签约包括16家区域KA卖场、4家酒类垂直电商和2家烟草零售连锁在内的22家直销渠道商，截至10月底，茅台已和68家直销渠道商合作，包括电商、商超卖场、国资企业、烟草连锁等领域的优质企业，渠道扁平化建设取得初步成效。茅台逐渐形成自营（对应报表端直销口径）、社会及直销（对应报表端批发口径）多元化的渠道结构。我们对茅台20Q4的直销计划量进行简单测算，根据公司《关于日常关联交易的公告》，2020年度公司与集团关联交易额度约为68亿元（采用归母口径，且包含非销售贵州茅台酒的交易），20H1与集团营销公司关联交易额约为22亿元，假设Q3关联交易金额为H1的50%，全年达到额度上限，20Q4关联交易金额约为35亿元，按照关联交易每瓶969元的出货价（含税）推算，4160吨茅台酒中约有54%的量由股份公司直销渠道消化，假设该部分量增为社会经销渠道转移所致，直销渠道按1399元/瓶（含税）计算，飞天Q4放量将带来近20亿元的营收增量，吨价提升带来的归母净利润增量约为10亿元。
- **长期茅台渠道结构优化&管理精细化趋势有望延续，近日飞天批价报2830元左右仍坚挺：**会议提出2020年直销、社会、自营错位发展、互为补充的渠道发展在落实见效；“双12”“元旦”“春节”前直销渠道集中投放茅台酒；2021年茅台直销要理性管价格、多开瓶维护好市场、把控区域平衡和体验营销。我们认为，短期来看，此次茅台直销放量不仅是为公司此前的收入指引保驾护航，增厚业绩，长期来看更是彰显公司渠道优化，管理精细化的决心，量价齐升的逻辑进一步强化。

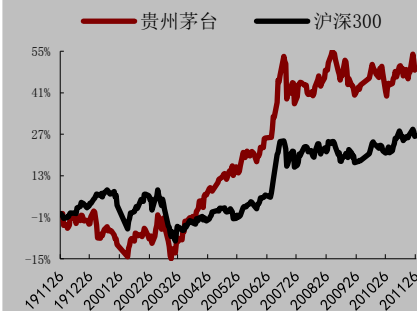
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	888.54	983.14	1146.10	1287.41
增长比率(%)	15.10	10.65	16.58	12.33
净利润(亿元)	412.06	464.02	553.37	628.89
增长比率(%)	17.05	12.61	19.26	13.65
每股收益(元)	32.80	36.94	44.05	50.06
市盈率(倍)	52.87	46.95	39.37	34.64

资料来源：Wind，万联证券研究所 注：净利润为归母净利，股价采用11.26收盘价

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)	1,734.39
总市值(亿元)	21,787.37
流通A股市值(亿元)	21,787.37

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11月26日

相关研究

万联证券研究所 20201026_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 20200729_公司半年报点评_AAA_贵州茅台（600519）半年报点评报告
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

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

- **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，11月26日收盘价对应PE为47/39/35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、直销推进不及预期

万联证券

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	主要财务比率				
负债合计	41,166	44,608	47,504	51,611	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	成长能力				
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	营业收入	15.1%	10.6%	16.6%	12.3%
留存收益	133,386	155,659	182,221	212,408	营业利润	15.0%	13.2%	19.1%	13.5%
归属母公司股东权益	136,010	158,283	184,845	215,032	归属于母公司净利润	17.1%	12.6%	19.3%	13.6%
少数股东权益	5,866	9,126	12,994	17,368	获利能力				
负债和股东权益	183,042	212,017	245,343	284,011	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%
现金流量表					偿债能力				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	22.5%	21.0%	19.4%	18.2%
经营活动现金流	45,211	41,477	48,512	56,819	净负债比率	-1.6%	-9.7%	-16.6%	-23.3%
净利润	43,970	49,662	59,206	67,263	流动比率	3.87	4.18	4.60	4.97
折旧摊销	1,243	1,350	1,499	1,629	速动比率	3.22	3.55	3.96	4.34
营运资金变动	32	-9,870	-12,484	-12,363	营运能力				
其它	-35	336	291	291	总资产周转率	0.49	0.46	0.47	0.45
投资活动现金流	-3,166	-3,326	-3,081	-2,781	应收账款周转率	—	—	—	—
资本支出	-3,149	-3,336	-3,091	-2,791	存货周转率	0.30	0.29	0.29	0.29
投资变动	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-17	10	10	10	每股收益	32.80	36.94	44.05	50.06
筹资活动现金流	-19,284	-24,129	-28,775	-32,702	每股经营现金流	35.99	33.02	38.62	45.23
银行借款	0	0	0	0	每股净资产	108.27	126.00	147.15	171.18
债券融资	0	0	0	0	估值比率				
股权融资	833	0	0	0	P/E	52.87	46.95	39.37	34.64
其他	-20,117	-24,129	-28,775	-32,702	P/B	16.02	13.76	11.79	10.13
现金净增加额	22,761	14,022	16,656	21,336	EV/EBITDA	24.43	31.57	26.35	23.00
期初现金余额	98,243	13,252	27,274	43,930					
期末现金余额	121,004	27,274	43,930	65,266					

资料来源: 公司公告, Wind, 携宁科技云估值, 万联证券研究所

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