

贵州茅台(600519)/饮料制造

渠道加快变革, 增长路径有效打开

评级: 买入(维持)

市场价格: 1719.96

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐
执业证书编号: S0740518070005

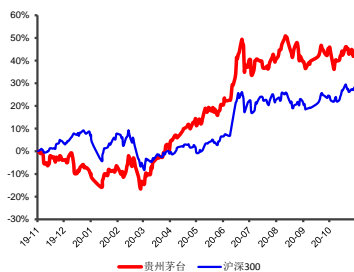
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

分析师: 房昭强
执业证书编号: S0740520090005

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1256
流通股本(百万股)	1256
市价(元)	1719.96
市值(百万元)	2160,270
流通市值(百万元)	2160,270

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 贵州茅台(600519.SH)_深度研究: 升维品牌战略, 做锐意进取的先行者
- 2 贵州茅台(600519.SH)_三季报点评: 直营占比持续提升, 需求依旧旺盛
- 3 贵州茅台(600519.SH)_公司点评: 又到战略配置时

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	77,199	88,854	98,491	115,656	133,247
增长率 yoy%	26.43%	15.10%	10.85%	17.43%	15.21%
净利润	35,204	41,206	45,952	55,266	64,589
增长率 yoy%	30.00%	17.05%	11.52%	20.27%	16.87%
每股收益(元)	28.02	32.80	36.58	43.99	51.42
每股现金流量	32.94	35.99	52.14	53.46	66.09
净资产收益率	31.20%	30.30%	28.83%	29.55%	29.45%
P/E	61.37	52.43	47.02	39.09	33.45
PEG	3.85	3.24	2.46	2.45	2.07
P/B	19.15	15.89	13.55	11.55	9.85

备注:

投资要点

- **事件: 根据茅台时空显示, 11月18日贵州茅台举行2020年直销渠道商座谈会, 2020年四季度茅台直销渠道计划销售4160吨飞天茅台酒, 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。**
- **四季度直销渠道投放比例继续提升, 有望进一步增厚利润。**2019年开始, 公司进行渠道转型, 由经销商为主、自营店为辅模式, 转向经销商、直销、自营三重渠道体系, 逐步将取消经销商量投放至直销和自营渠道, 优化渠道分配以求提高价格管控效率。根据茅台时空, 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。本次直销渠道商会议, 计划四季度在直销渠道投放4160吨飞天茅台, 我们认为是渠道变革的强化体现, 同时也为春节前平抑价格作准备。我们对于四季度直销投放量在集团和股份公司之间分配比例做个测算, 根据2019年8月9日公司公告《关于子公司向关联方销售产品的公告》, 2020年销售白酒的关联交易也将不会超过2019年末净资产的5%, 对应额度70.9亿元, 根据2020年中报披露数据汇总, 上半年销售白酒关联交易约25.5亿, 假设三季度关联交易额度为上半年一半, 全年限额用满情况下, 四季度关联交易为32.7亿元, 对应飞天茅台酒销量约1800吨, 即剩下至少有2360吨将直接通过股份公司直销渠道投放。2019年直销收入72.5亿元, 销量2652吨, 吨均价273万元, 与直销1399元+自营1499元价格基本匹配, 按照该均价测算2020年四季度直销渠道贡献收入保守金额为64.4亿元(2360吨*273万元/吨), 与传统经销商渠道吨价182万元(按照每瓶969含税价计算)相比, 直销渠道每吨均价提升91万元, 多贡献报表利润约13亿元(吨价提升部分扣除消费税、所得税和少数股东损益所得), 贡献全年净利润约3%。按照上述测算, 我们预计公司全年直销收入至少将达148.7亿元, 约占全年收入15.2%, 环比前三季度占比提升约3pct。
- **全年收入10%增长目标有望顺利达成, 2021年渠道改革将继续深化。**2020年公司将重心放在基础建设和渠道梳理等方面, 为后千亿时代发展打好基础。目前来看, 公司持续加大直营渠道投放量, 积极与国内优势电商平台、大型及区域型核心商超合作, 拓展消费群体, 为价格管控做出积极努力。三季度以来飞天茅台一批价快速上升至2800元左右, 一是市场需求旺盛, 二是部分渠道投放受阻, 随着四季度直销渠道发力, 我们认为批价涨势有望逐步得到缓解, 若四季度茅台酒投放量与去年持平, 考虑直销渠道占比

提升，预计单季度利润增速将达双位数增长，全年公司收入有望顺利实现10%增长目标。展望2021年，公司将通过直销进一步理性管控价格，多开瓶维护好市场，把控区域平衡和体验营销，加快深化营销体系变革，我们期待在十四五新起点，公司作为贵州龙头企业的治理结构能得到进一步优化。

- **中长期来看，茅台有望持续实现稳健增长。**茅台深厚的文化底蕴塑造了强势品牌力，其护城河足够宽，并且处在白酒价位里增速最快的赛道。展望未来5年，茅台仍处于卖方市场，公司具备持续提价能力，我们预计公司收入复合增速有望达15%以上，依旧是稀缺的核心资产。同时直营占比提升反映公司渠道体系沿着更加市场化的方向迈进，期待公司数据化系统加快推进，企业治理结构逐步完善，充分体现估值溢价效应。
- **投资建议：重申“买入”评级，持续重点推荐。**我们预计公司2020-2022年营业总收入分别为985/1157/1332亿元，同比增长11%/17%/15%；净利润分别为460/553/646亿元，同比增长12%/20%/17%，对应EPS分别为36.58/43.99/51.42元，对应PE分别为47/39/33倍。
- **风险提示：关于贵州茅台关联交易的测算基于一定前提假设，存在与实际情况偏差的风险、高端酒动销不及预期、疫情持续扩散带来全球经济下行风险、食品品质事故。**

图表 1: 贵州茅台三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	77,199	88,854	98,491	115,656	133,247
增长率	26.4%	15.1%	10.8%	17.4%	15.2%
营业成本	-6,523	-7,430	-8,078	-8,860	-9,814
%销售收入	8.4%	8.4%	8.2%	7.7%	7.4%
毛利	70,676	81,424	90,413	106,797	123,433
%销售收入	91.6%	91.6%	91.8%	92.3%	92.6%
营业税金及附加	-11,289	-12,733	-14,380	-16,770	-19,054
%销售收入	14.6%	14.3%	14.6%	14.5%	14.3%
营业费用	-2,572	-3,279	-3,250	-3,701	-3,997
%销售收入	3.3%	3.7%	3.3%	3.2%	3.0%
管理费用	-5,326	-6,168	-6,402	-7,286	-7,995
%销售收入	6.9%	6.9%	6.5%	6.3%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	51,490	59,244	66,381	79,039	92,386
%销售收入	66.7%	66.7%	67.4%	68.3%	69.3%
财务费用	4	-7	21	18	9
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	1	0	2	2	2
公允价值变动收益	0	-14	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	51,494	59,223	66,405	79,059	92,397
营业利润率	66.7%	66.7%	67.4%	68.4%	69.3%
营业外收支	-515	-259	-910	-289	-339
税前利润	50,979	58,964	65,495	78,770	92,058
利润率	66.0%	66.4%	66.5%	68.1%	69.1%
所得税	-12,998	-14,813	-16,458	-19,794	-23,133
所得税率	25.5%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%
净利润	37,830	43,970	49,033	58,972	68,921
少数股东损益	2,626	2,764	3,082	3,706	4,332
归属于母公司的净利润	35,204	41,206	45,952	55,266	64,589
净利率	45.6%	46.4%	46.7%	47.8%	48.5%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	112,075	13,252	78,793	93,194	142,647
应收款项	614	1,540	847	1,956	1,274
存货	23,507	25,285	27,761	30,420	34,026
其他流动资产	1,666	118,948	118,819	119,236	119,170
流动资产	137,862	159,024	226,220	244,805	297,117
%总资产	86.2%	86.9%	90.4%	91.1%	92.5%
长期投资	29	0	0	0	0
固定资产	15,249	15,144	14,018	12,889	11,758
%总资产	9.5%	8.3%	5.6%	4.8%	3.7%
无形资产	3,499	4,728	5,836	6,920	7,978
非流动资产	21,985	24,018	24,011	23,987	23,927
%总资产	13.8%	13.1%	9.6%	8.9%	7.5%
资产总计	159,847	183,042	250,231	268,792	321,043
短期借款	0	0	23,846	0	0
应付款项	18,117	18,397	35,256	46,324	61,948
其他流动负债	24,321	22,697	22,697	22,697	22,697
流动负债	42,438	41,093	81,798	69,020	84,645
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	73	73	73	73
负债	42,438	41,166	81,871	69,093	84,718
普通股股东权益	112,839	136,010	159,412	187,045	219,339
少数股东权益	4,570	5,866	8,948	12,654	16,986
负债股东权益合计	159,847	183,042	250,231	268,792	321,043

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	28.02	32.80	36.58	43.99	51.42
每股净资产 (元)	89.83	108.27	126.90	148.90	174.61
每股经营现金净流 (元)	32.94	35.99	52.14	53.46	66.09
每股股利 (元)	14.54	14.54	18.29	22.00	25.71
回报率					
净资产收益率	31.20%	30.30%	28.83%	29.55%	29.45%
总资产收益率	23.67%	24.02%	19.60%	21.94%	21.47%
投入资本收益率	587.05%	1090.35%	39.13%	52.93%	65.93%
增长率					
营业总收入增长率	26.43%	15.10%	10.85%	17.43%	15.21%
EBIT增长率	31.95%	15.04%	12.07%	19.07%	16.89%
净利润增长率	30.00%	17.05%	11.52%	20.27%	16.87%
总资产增长率	18.75%	14.51%	36.71%	7.42%	19.44%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	106.2	98.8	96.9	90.5	87.1
应付账款周转天数	59.9	65.2	62.6	63.9	63.2
固定资产周转天数	71.1	61.6	53.3	41.9	33.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-11.29%	-55.54%	-41.19%	-71.43%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-14,622.3	7,941.8	-3,125.2	-4,329.3	-10,392.0
资产负债率	26.55%	22.49%	32.72%	25.70%	26.39%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。