

# 贵州茅台 (600519.SH)

## 直销渠道再放量，盈利性提升可期

**事件：**11月18日茅台召开2020年直销渠道商座谈会，根据会议信息，年底消费旺季临近，茅台直销渠道将集中投放茅台酒，平抑价格、稳定市场，计划于2020Q4在直销渠道销售4160吨飞天茅台。

**直销渠道再放量，增厚四季度盈利。**近两年来，茅台持续推进直销体系建设，保持对线上和商超渠道的投放力度，直销渠道工作稳中有进。截至2020年10月，公司已和68家直销渠道商建立合作，渠道扁平化建设取得初步成效。需要区分的是，本次茅台直销渠道不能等同于报表端披露的直销口径，后者主要为公司直营店的数据统计，而座谈会中直销渠道主要为商超和线上渠道等直接面向消费者的渠道，由集团营销公司和股份公司共同发货。根据测算，考虑到集团营销公司关联交易的限制，假设下半年营销公司每季度平均投放，我们认为预计4160吨中约1550吨为集团营销公司供货，约2600吨为股份公司供货，预计贡献营收增量约18亿元，按照53%的净利率估算，增厚约净利润9.54亿元，对应到2020Q4利润表，预计增厚收入和净利润约7%/8%，覆盖了捐赠对盈利的负面效应。

**理性控价，提升开瓶率，延续价格周期。**会上公司提出在2020年元旦前将直销渠道的2020年茅台酒库存清零，降低直销渠道库存，防止囤积茅台酒加销售，保障批价稳定。同时，更是将理性管价格、多开瓶维护市场、把控区域平衡和体验营销作为2021年茅台直销体系重点工作。我们认为，尽管茅台处于“卖方市场”，但公司对于价格保持者一贯的稳健理性态度，强调库存、控价和开瓶率，着重文化和品牌营销，有利于公司延续本轮以来的价格周期，我们预计2021年将是直销渠道商优化提升年，茅台直销渠道将持续优化营销布局、加强渠道管理。

**渠道优化进行时，未来盈利提升潜力大。**2020年是公司收官“十三五”，布局“十四五”的关键节点。公司在经历疫情考验下全年进度稳扎稳打，形成了量价齐升的较好局面。批价也在2-3月触底之后，连续两个季度稳步上行，当前批价稳定在2700元以上。我们认为茅台供需关系依旧紧平衡，直销体系和结构提升有望拉动均价稳步提升，产能后续亦稳步释放，未来有望保持10-15%稳健复合增速，增长的稳定性和持续性均有保障。

**盈利预测及投资建议：**看好强品牌力背书下，公司增长的稳定性和吨价上行空间，维持2020-2022年归母净利润预期461.31/537.28/621.18亿元，同比增长12.0%/16.5%/15.6%，当前股价对应PE为47x/40x/35x，公司业绩有望保持稳健增长，理应给予估值溢价，上调目标价至2050元（原目标价为1950），对应2021年48倍PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**渠道改革效果不及预期；关联交易比例加大；批价大幅度波动。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	77,199	88,854	98,345	114,394	131,907
增长率 yoy (%)	32.6	15.1	10.7	16.3	15.3
归母净利润(百万元)	35,204	41,206	46,131	53,728	62,118
增长率 yoy (%)	30.0	17.1	12.0	16.5	15.6
EPS 最新摊薄(元/股)	28.02	32.80	36.72	42.77	49.45
净资产收益率(%)	32.2	31.0	28.9	27.1	25.4
P/E(倍)	61.4	52.4	46.8	40.2	34.8
P/B(倍)	19.1	15.9	13.4	10.9	8.9

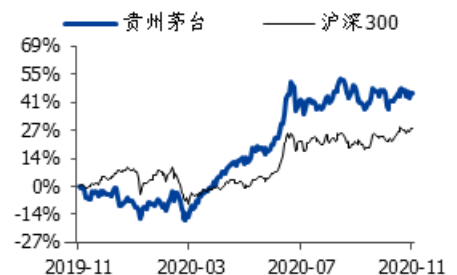
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
最新收盘价	1719.96
总市值(百万元)	2,160,609.97
总股本(百万股)	1,256.20
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	2.19

### 股价走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

### 相关研究

- 1、《贵州茅台(600519.SH)：直营延续高增，全年增速目标无虞》2020-10-25
- 2、《贵州茅台(600519.SH)：直营加速落地，实现高质量发展》2020-07-29
- 3、《贵州茅台(600519.SH)：王者风范尽显，“双十目标”稳步推进》2020-04-28

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	137862	159024	187276	234542	282049	<b>营业收入</b>	77199	88854	98345	114394	131907
现金	112075	13252	93867	109714	163471	营业成本	6523	7430	8121	9276	10561
应收票据及应收账款	564	1463	796	1823	1202	营业税金及附加	11289	12733	13768	16015	18467
其他应收款	394	77	569	101	715	营业费用	2572	3279	3540	4004	4485
预付账款	1182	1549	964	1960	1412	管理费用	5326	6168	6983	8122	9365
存货	23507	25285	29692	32145	38799	研发费用	22	49	59	34	40
其他流动资产	140	117399	61388	88799	76450	财务费用	-4	7	-2	-5	-7
<b>非流动资产</b>	21985	24018	26219	30199	34191	资产减值损失	1	0	0	-3	-0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	10	19	19	19	19
固定资产	15249	15144	17258	21301	25257	公允价值变动收益	0	-14	0	0	0
无形资产	3499	4728	4830	4684	4534	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3237	4146	4131	4214	4399	资产处置收益	0	-0	0	0	0
<b>资产总计</b>	159847	183042	213496	264741	316240	<b>营业利润</b>	51343	59041	65895	76971	89016
<b>流动负债</b>	42438	41093	43851	53314	55829	营业外收入	12	9	20	13	14
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	527	268	250	314	340
应付票据及应付账款	1178	1514	1429	1658	1856	<b>利润总额</b>	50828	58783	65665	76670	88690
其他流动负债	41260	39580	42423	51657	53973	所得税	12998	14813	16589	19390	22466
<b>非流动负债</b>	0	73	73	73	73	<b>净利润</b>	37830	43970	49075	57280	66223
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	2626	2764	2945	3551	4106
其他非流动负债	0	73	73	73	73	<b>归属母公司净利润</b>	35204	41206	46131	53728	62118
<b>负债合计</b>	42438	41166	43924	53387	55901	EBITDA	50882	58650	66339	77138	89165
少数股东权益	4570	5866	8811	12362	16468	EPS (元)	28.02	32.80	36.72	42.77	49.45
股本	1256	1256	1256	1256	1256						
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375						
留存收益	109426	132488	156316	184062	216053						
归属母公司股东权益	112839	136010	160761	198992	243871						
<b>负债和股东权益</b>	159847	183042	213496	264741	316240						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	41385	45211	105405	36856	76822
净利润	37830	43970	49075	57280	66223
折旧摊销	1175	0	1210	1487	1841
财务费用	-4	7	-2	-5	-7
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	2025	0	55122	-21956	8764
其他经营现金流	359	1233	0	51	0
<b>投资活动现金流</b>	-1629	-3166	-3411	-5517	-5832
资本支出	1607	3149	2201	4334	3991
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-22	-17	-1210	-1183	-1841
<b>筹资活动现金流</b>	-16441	-19284	-21378	-15492	-17233
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-16441	-19284	-21378	-15492	-17233
<b>现金净增加额</b>	23315	22761	80616	15847	53757

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	32.6	15.1	10.7	16.3	15.3
营业利润(%)	31.9	15.0	11.6	16.8	15.6
归属于母公司净利润(%)	30.0	17.1	12.0	16.5	15.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	91.6	91.6	91.7	91.9	92.0
净利率(%)	45.6	46.4	46.9	47.0	47.1
ROE(%)	32.2	31.0	28.9	27.1	25.4
ROIC(%)	32.8	32.3	30.3	28.4	26.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.5	22.5	20.6	20.2	17.7
净负债比率(%)	-95.5	-9.3	-55.4	-51.9	-62.8
流动比率	3.2	3.9	4.3	4.4	5.1
速动比率	2.7	0.4	2.2	2.1	3.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	86.5	87.7	87.1	87.4	87.2
应付账款周转率	6.0	5.5	5.5	6.0	6.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	28.02	32.80	36.72	42.77	49.45
每股经营现金流(最新摊薄)	32.94	35.99	83.91	29.34	61.15
每股净资产(最新摊薄)	89.83	108.27	127.97	158.41	194.13
<b>估值比率</b>					
P/E	61.4	52.4	46.8	40.2	34.8
P/B	19.1	15.9	13.4	10.9	8.9
EV/EBITDA	40.4	36.7	31.3	26.7	22.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com