

公司研究/中报点评

2020年07月28日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 1670.00
合理价格区间(元): 1871.00~1908.42

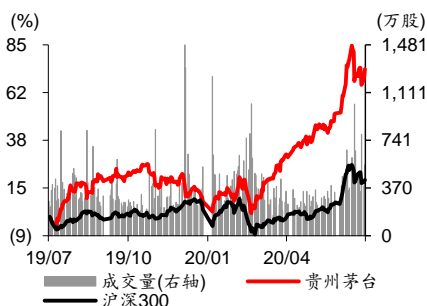
张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

张墨 联系人 zhangmo@htsc.com

相关研究

- 1《贵州茅台(600519 SH,买入): 茅台酒增长稳健, 直销占比提升》2020.04
- 2《贵州茅台(600519 SH,买入): 圆满完成目标, 为十四五夯实基础》2020.04
- 3《贵州茅台(600519 SH,买入): 壁垒强的品牌企业应享受高估值》2020.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

疫情之下稳健增长, 直营加速落地

贵州茅台(600519)

2020H1 营收实现稳健增长, 为全年目标完成夯实基础

2020H1 公司实现营业总收入 456.34 亿, 同比+10.84%, 其中营业收入同比+11.3%; 实现归母净利 226.02 亿, 同比+13.29%; 单 2 季度, 实现营业收入 203.36 亿, 同比+8.8%; 实现归母净利 95.08 亿, 同比+8.9%。疫情之下公司依托强大品牌力实现业绩稳健增长, 收入利润均保持“两位数”增长, 为完成全年目标奠定坚实基础。我们维持盈利预测, 预计 20-22 年 EPS 为 37.42/46.61/55.80 元, 目标价 1871.00~1908.42 元, 维持“买入”评级。

茅台酒收入实现平稳增长, 合同负债及其他流动负债环比增加 28.6 亿元

20 年上半年公司完成基酒产量 4.81 万吨 (同比+6.2%), 其中茅台酒基酒 3.67 万吨、系列酒基酒 1.14 万吨。20H1 茅台酒收入 392.61 亿元, 同比+12.84%; 系列酒收入为 46.5 亿元, 同比-0.1%, 茅台酒销售在疫情面前依然保持了较快增速, 但由于疫情下餐饮聚会等聚集性消费需求减少, 对系列酒销售造成一定影响。2020 上半年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 464.46 亿元, 同比+7.2%。报告期末, 合同负债+其他流动负债 (预收账款调整) 105.7 亿元, 较 20Q1 末增加 28.6 亿元。在疫情疫情影响下部分白酒经销商面临资金压力, 但随着 Q2 终端需求回暖, 回款情况逐步转好。

公司直营渠道同比大幅增加, 优化网络布局调整酱香系列酒经销商

从销售渠道来看, 20H1 公司直销收入 51.53 亿元, 同比增长 221.6%, 占白酒收入的 11.7%, 同比提升 7.7 个百分点; 批发渠道实现收入 387.59 亿元, 同比增长 2.41%, 占白酒收入的 88.3%。2020H1 公司国内经销商数量为 2051 个, 国外经销商数量为 105 个, 报告期内公司为进一步优化营销网络布局, 提升经销商整体实力, 对部分酱香系列酒经销商进行了调整, 报告期内酱香系列酒经销商净减少 292 家。公司直营渠道加速扩张, 6 月新增签约 22 家直营渠道商, 有望强化市场调控能力, 推进渠道扁平化改革。

费用投放同比缩减, 销售净利率有所提升

2020H1 公司总体毛利率为 91.78%, 同比减少 0.42pct, 系生产成本增加及根据新收入准则调整运输费至主营业务成本。销售费用率为 2.55%, 同比减少 2.28pct; 管理费用率为 6.51%, 同比减少 0.08pct; 我们认为疫情期间由于销售活动开展受限, 费用投放有所缩减。2020Q1 净利率为 49.5%, 较上年同期提高 1.07 个百分点, 盈利能力有所提升。

疫情之下实现稳健增长, 看好长期发展前景, 维持“买入”评级

根据调研, 茅台终端批价自 3 月底持续回暖, 渠道去库存节奏加快, 渠道结构持续优化, 当前批价上行至 2500 元上方, 基本面向好。20 年公司将夯实基础建设, 为十四五发展奠定良好基础, 我们认为公司长期业绩将保持平稳较快增长。我们维持盈利预测, 预计 20-22 年 EPS 为 37.42/46.61/55.80 元, 参考可比公司 20 年平均 PE 为 50 倍 (Wind 一致预期), 公司是白酒绝对龙头企业, 认可享受一定的溢价, 给予公司 20 年 50~51 倍 PE, 目标价 1871.00~1908.42 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,256
流通 A 股 (百万股)	1,256
52 周内股价区间 (元)	942.43-1,781.99
总市值 (百万元)	2,097,850
总资产 (百万元)	172,198
每股净资产 (元)	109.24

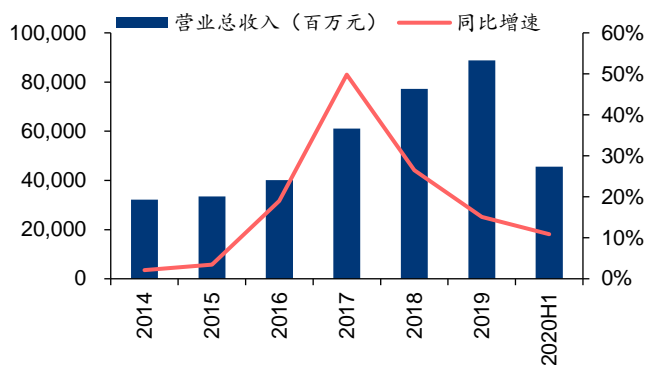
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	77,199	88,854	99,804	119,490	139,206
+/-%	26.43	15.10	12.32	19.73	16.50
归属母公司净利润 (百万元)	35,340	41,206	47,008	58,552	70,094
+/-%	30.00	17.05	14.08	24.56	19.71
EPS (元, 最新摊薄)	28.02	32.80	37.42	46.61	55.80
PE (倍)	59.59	50.91	44.63	35.83	29.93

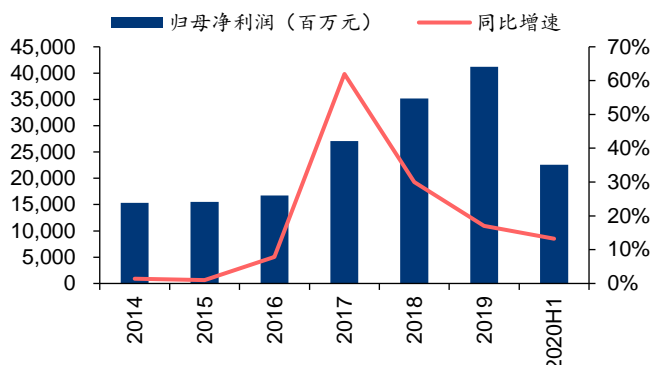
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2014-2020H1 贵州茅台营业总收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 2014-2020H1 贵州茅台归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

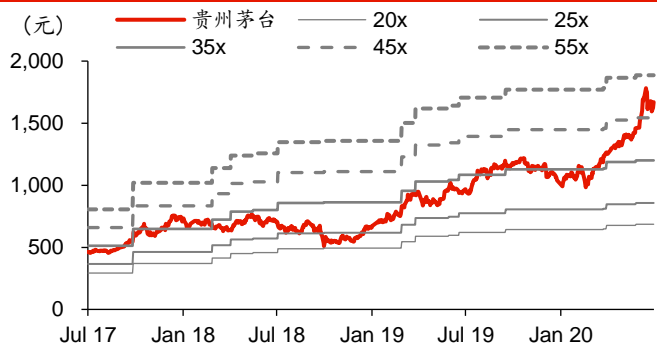
图表3: 可比公司盈利预测 (采用 Wind 一致预期, 股价截至 2020 年 7 月 28 日收盘价)

公司简称	股票代码	市值(mn)	最新评级	目标价 (元)	PE (倍)				EPS (元)				20-22 净利润 CAGR
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
五粮液	000858 CH	792,236	买入	177.54~193.68	48	41	34	29	4.5	5.3	6.4	7.5	19%
伊利股份	600887 CH	206,247	无评级		31	34	27	24	1.2	1.0	1.3	1.5	9%
海天味业	603288 CH	469,832	增持	133.94~136.29	74	75	64	54	2.0	1.9	2.3	2.7	11%
平均值		489,438			51	50	41	35	2.5	2.8	3.3	3.9	13%
中间值		469,832			48	41	34	29	2.0	1.9	2.3	2.7	11%
贵州茅台	600519 CH	2,038,244	买入	1871.00~1908.42	51	45	36	30	32.8	37.4	46.6	55.8	19%

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

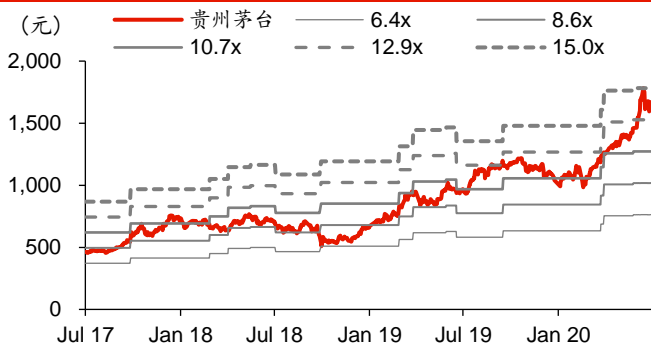
PE/PB - Bands

图表4: 贵州茅台历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 贵州茅台历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	137,862	159,024	189,356	231,112	278,967
现金	112,075	13,252	41,440	83,072	129,951
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	50.00	76.54	85.97	102.93	119.91
预付账款	1,182	1,549	1,662	1,650	1,686
存货	23,507	25,285	27,126	26,922	27,519
其他流动资产	1,048	118,862	119,042	119,366	119,691
非流动资产	21,985	24,018	26,026	28,353	30,902
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	15,249	15,144	15,270	15,659	16,307
无形资产	3,499	4,728	5,932	7,112	8,269
其他非流动资产	3,237	4,146	4,824	5,582	6,326
资产总计	159,847	183,042	215,383	259,465	309,868
流动负债	42,438	41,093	44,660	50,661	56,658
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,178	1,514	1,624	1,612	1,647
其他流动负债	41,260	39,580	43,036	49,050	55,011
非流动负债	0.00	72.69	72.69	72.69	72.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	72.69	72.69	72.69	72.69
负债合计	42,438	41,166	44,733	50,734	56,731
少数股东权益	4,570	5,866	9,019	12,945	17,646
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存公积	109,426	132,488	159,000	193,154	232,860
归属母公司股东权益	112,839	136,010	161,631	195,786	235,491
负债和股东权益	159,847	183,042	215,383	259,465	309,868

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	41,385	45,211	52,908	69,773	81,339
净利润	35,204	41,206	47,008	58,552	70,094
折旧摊销	1,175	1,243	1,329	1,430	1,549
财务费用	(3.52)	7.46	(4.37)	(13.67)	(27.40)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	2,377	(22.71)	1,423	5,877	5,022
其他经营现金	2,633	2,776	3,153	3,927	4,701
投资活动现金	(1,629)	(3,166)	(3,337)	(3,757)	(4,098)
资本支出	1,607	3,149	3,337	3,757	4,098
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	22.21	16.82	0.20	0.20	0.20
筹资活动现金	(16,441)	(19,284)	(21,382)	(24,384)	(30,362)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(16,441)	(19,284)	(21,382)	(24,384)	(30,362)
现金净增加额	23,315	22,761	28,188	41,632	46,879

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	77,199	88,854	99,804	119,490	139,206
营业成本	6,523	7,430	7,971	7,911	8,087
营业税金及附加	11,289	12,733	14,103	16,168	18,418
营业费用	2,572	3,279	3,513	4,003	4,525
管理费用	5,326	6,168	6,728	7,458	8,062
财务费用	(3.52)	7.46	(4.37)	(13.67)	(27.40)
资产减值损失	1.29	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	14.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	51,479	59,041	67,313	83,778	99,974
营业外收入	11.62	9.45	14.00	17.00	22.00
营业外支出	527.00	268.39	268.39	268.39	268.39
利润总额	50,964	58,783	67,058	83,526	99,727
所得税	12,998	14,813	16,898	21,048	24,932
净利润	37,966	43,970	50,160	62,479	74,795
少数股东损益	2,626	2,764	3,153	3,927	4,701
归属母公司净利润	35,340	41,206	47,008	58,552	70,094
EBITDA	52,655	60,477	68,806	85,370	101,653
EPS (元, 基本)	28.02	32.80	37.42	46.61	55.80

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	26.43	15.10	12.32	19.73	16.50
营业利润	31.85	14.99	14.01	24.46	19.33
归属母公司净利润	30.00	17.05	14.08	24.56	19.71
获利能力 (%)					
毛利率	91.55	91.64	92.01	93.38	94.19
净利率	45.60	46.38	47.10	49.00	50.35
ROE	34.46	33.12	31.59	32.76	32.51
ROIC	570.90	66.34	39.24	49.36	60.42
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.55	22.49	20.77	19.55	18.31
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	3.25	3.87	4.24	4.56	4.92
速动比率	2.69	3.25	3.63	4.03	4.44
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.52	0.50	0.50	0.49
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	6.01	5.52	5.08	4.89	4.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	28.02	32.80	37.42	46.61	55.80
每股经营现金流(最新摊薄)	32.94	35.99	42.12	55.54	64.75
每股净资产(最新摊薄)	89.83	108.27	128.67	155.86	187.46
估值比率					
PE (倍)	59.59	50.91	44.63	35.83	29.93
PB (倍)	18.59	15.42	12.98	10.72	8.91
EV_EBITDA (倍)	39.54	34.43	30.26	24.39	20.48

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，张晋溢，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张晋溢本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司