

## 中信证券点评贵州茅台年报：业绩略超先前指引 1年目标价1500元

原标题：中信证券点评贵州茅台年报：业绩略超先前指引 1年目标价1500元

来源：看懂财经圈

文|薛缘 顾训丁

2019年营收/净利润同增15%/17%，完美收官。疫情下公司龙头优势凸显，2020年业绩高确定性增长，看好凭借强大的品牌力和稀缺性，表现出更抗周期波动的稳定性，享受估值溢价。维持1年目标价1500元，维持“买入”评级。

■ 2019年公司营收/净利润同增15%/17%，略超先前指引，完美收官。

2019年公司实现收入/净利润约889亿/412亿，同增15%/17%。2019Q4实现收入/净利润约253亿/108亿，同增14%/3%，业绩增速明显慢于收入增速，主要系2018Q4加大对计划外精品酒和生肖酒的投放，且销售费用为-2.7亿元，净利润基数较高。2019年末预收款137亿，环增25亿，主要系春节旺季时点提前，经销商打款积极。

2019年销售毛利率91.6%、同增0.1Pct，其中茅台酒毛利率93.8%、同比持平，系列酒毛利率72.2%、同增1.2Pcts。销售费用率3.9%，同增0.4Pct，主要系广告及市场拓展费率同增0.5Pct。管理费用率6.9%，同比持平。综上，2018年净利率46.4%，同增0.8Pct，盈利能力稳健提升。2019年公司拟每10股派发现金红利170.25元(含税)。

■ 2019年直营改革稳步推动；2020Q1正常放量&批价稳健，业绩确定性强。

2019年，茅台酒实现收入758亿元、同增16%，实现销量3.46万吨、同增6.5%，吨价同增8.7%，主要系结构提升&自营放量。系列酒实现收入95亿元、同增18%，销量基本持平，吨价同增17%。2019年茅台渠道改革持续推进，直销渠道销售额72.5亿、同增66%，占比从2018年的5.9%提升至8.5%，预期未来仍将继续提升。

2020年，春节放量明确、预计在万吨上下规模，深化营销改革、多元渠道发力旺季供给；3月按计划执行4-5月配额，并增加少量非标酒—4款“走进系列”投放，综合判断2020Q1收入/净利润均望实现10%+增长。疫情下，茅台批价3月中下旬短暂下探至1900-2000元，后一路回升、目前在2200-2300元之间，充分体现了茅台的品牌力和稀缺性，核心资产价值凸显

■ 当下茅台投资价值：稀缺龙头溢价&极强业绩增长&潜在提价空间。

茅台酒扩建工程预计支撑未来5年销量复合增速6-7%。目前茅台渠道利润空间大，有效管控渠道和批价是渠道丰厚利润回归上市公司的前提。疫情使得茅台酒整体供需阶段性趋于平衡、批价相对稳健，也留给公司更多时间梳理直营渠道、培养茅粉群体；未来若批价能够持续保持在一个相对平稳的区间中，提价确定性将不断提升。

我们预计，2020年公司量增5%+，非标+直营推动吨价中低单位数增长，整体收入同增约10%；2021年低基数下量增有望达10%左右，叠加低单位数吨价提升，整体收入同增10%-15%。判断提价反映在2020年报表的条件并不充分，2021年后提价概率不断提升，假设提价幅度15%-20%，两年收入增长空间40%-50%，利润更具弹性。虽然茅台消费与经济景气相连，但公司凭借其强大的品牌力和稀缺性、正在表现出更抗周期波动的稳定性，虽然公司股价仍会随批价出现阶段性波动，但是合理动态PE估值区间有望稳定在30-40倍。

#### ■ 风险因素：

疫情发展超预期，白酒行业景气不及预期，食品安全风险。

#### ■ 投资建议：

在不考虑提价下，维持公司2020-2021年EPS预测为36.2/40.5元，新增2022年预测为44.9元。本周我们发布报告上调公司1年目标价至1500元，坚定推荐，维持“买入”评级。