



2019-10-16

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

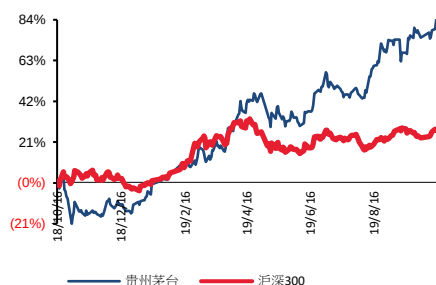
目标价: 1325

昨收盘: 1211

日常消费 食品、饮料与烟草

贵州茅台：明年股价空间取决于未来酒价涨幅

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	1,521,256/1,521,256
12 个月最高/最低(元)	1211.00/524.00

相关研究报告：

贵州茅台（600519）《贵州茅台：集团销售方案好于预期，旺季放量业绩可期》

—2019/08/12

贵州茅台（600519）《贵州茅台中报分析：报表销量或超预期，吨价和预收款合理，净利率提升》—2019/07/21

贵州茅台（600519）《贵州茅台业绩预告点评：收入利润符合预期，平均吨价提升明显》—2019/07/14

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：公司发布 2019 年三季报，报告期内实现营业总收入 635.09 亿元，同增 15.53%，其中营业收入 609.35 亿元，同增 16.64%；归母净利 304.55 亿元，同增 23.13%；扣非净利 305.34 亿元，同增 22.48%。前三季度茅台酒收入 538.32 亿元，同增 16.36%；系列酒收入 70.38 亿元，同增 18.61%；报告期内销售毛利率 91.49%，同比提升 0.37pct；销售净利率 53.19%，同比提升 2.33pct。报告期末预收款 112.55 亿元，相比二季度末减少约 10 亿元。单三季度实现营业总收入 223.36 亿元，同增 13.28%，其中营业收入 214.47 亿元，同增 13.81%；归母净利 105.04 亿元，同增 17.11%。单三季度茅台酒收入 190.38 亿元，同增 12.77%；系列酒收入 23.83 亿元，同增 22.80%；销售毛利率 90.79%，环比下滑 0.78pct；销售净利率 52.30%，环比提升 0.29pct。

一、三季度茅台酒销量低于预期，考虑季度平滑四季度有望较快增长

结合三季报表观数据以及此前我们在中报分析中就提出的“中报提前确认约 730 吨茅台酒”的假设来看，我们判断单三季度茅台酒的真实销量略低于市场的乐观预期。在中秋前发货节奏较好的情况下，市场大胆预测单三季度茅台酒的销量有望恢复到 2017 年单三季度的水平。根据测算，单三季度茅台酒的真实发货量略低于这种乐观预期约 5%，导致真实销量的同比增幅落在 [4.55%, 6.85%] 这个区间，刨除中报提前确认的 730 吨，表观销量的同比增幅落在 [-3.75%, -1.50%] 这个区间，均低于市场的乐观预期。得益于前值低基数、吨价提升等因素的影响，单三季度收入、业绩增速尚可，但前期预期太乐观。考虑季度平滑，单四季度在前值高基数的情况下，仍有望维持较快的增长。假设今年全年茅台酒的销量同比持平，则单四季度茅台酒销量有望超 9000 吨。

二、吨价符合预期，直销比例明显提升，看好后续盈利能力持续提升

根据测算，单三季度茅台酒平均吨价落在 [219.6, 224.8] 万元区间，基本符合我们前瞻的 222 万元的预判。伴随产品的销售结构正常化、季度报表的平滑调节影响减弱等，平均吨酒价开始落入合理的区间。我们维持全年茅台酒平均吨酒价 [230, 232] 万元的判断。此外单三季度直销比例 7%，相比中报时 4% 大幅提升，未来随着直销比例的不不断提升，吨酒价和盈利能力将持续提升。

三、预收款收缩常态化，费用及研发合理，全年业绩确定性强

经销商数量和茅台酒配额调整后，预收款相应收缩，并逐渐常态化。同时，因为经销商政策和打款节点等方面的影响，预收款季度间发生一些波动属于正常。目前来看渠道和终端都算健康，后续伴随着集团的配额出货更加正常，季度波动减弱，增长有望更加平稳。应收票据环比继续增加 1.49 亿元，主要是系列酒承兑汇票办理销售业务增加。

费用层面，单三季度销售费用率 2.81%，同比下降 0.47pct，是净利率环比改善的重要原因。管理费用率(含研发)6.43%，同比提高 0.15pct。研发费用增长 328.56%至 6515 万元，主要是计入因“管理费用”科目的研发支出增加，从长远发展和金额数量看属于合理，费用整体健康。

展望全年，得益于产品结构升级和渠道调整，吨价提升。假设茅台酒全年销量同比持平，系列酒增长稳定，则收入增长 15%的确定性很高；利润增长层面，市场一致预期落在[23%, 25%]区间，如果直销比例或者产品结构超预期，带动净利率超预期，则净利润增长乐观可看 27%。

四、考虑直销比例提升和明年提价的可能性，估值切换后仍有空间

考虑当前渠道的巨额价差和利润，我们判断明年茅台酒提高出厂价的可能性较大。同时，随着直销比例的提升，平均吨酒价格也会相应地提升。无论是直接提高出厂价还是通过扩大直销提高综合销售价格，盈利能力和净利率都有进一步改善的空间。如果考虑提价和估值切换，股价仍有空间，明年贵州茅台的股价空间取决于未来酒价的涨幅。

盈利预测和评级：

全年“量平价升，净利率提升”的逻辑逐步兑现，基本面没有问题。无论是直接提高出厂价还是通过提升直销比例的方式，我们在乐观的预期下，假设明年综合销售价格提高 20%，在此背景下做盈利预测，测算公司 2019-2021 年收入增速分别为 15%、23%、14%，净利润增速分别为 24%、27%、16%，对应的 EPS 分别为 34.88、44.19、51.39 元。

前期我们给出目标价 1240 元，当前股价已经接近。综合考虑龙头溢价以及明年的潜在业绩增长空间和增速，我们按照提价假设下 2020 年 EPS 给 30 倍 PE，提高目标价到 1325 元，对应 2019 年的动态 PE 为 38 倍，维持“买入”评级。

风险提示：如果提价或者综合销售价格不及预期，则 2020 年的盈利预测和 EPS 可能不达预期。

单位：百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	77199	88779	109199	124486
收入同比(%)	26%	15%	23%	14%
归属母公司净利润	35204	43813	55508	64560
净利润同比(%)	30%	24%	27%	16%
每股收益(元)	28.02	34.88	44.19	51.39

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。