证券研究报告

白酒

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

贵州茅台

600519

审慎增持 （维持）

耐心守望，需求强劲是关键

2019 年 07 月 18 日

市场数据

市场数据日期	2019-07-17
收盘价（元）	963.50
总股本（百万股）	1256.20
流通股本(百万股)	1256.20
总市值（百万元）	1210346.58
流通市值(百万元)	1210346.58
净资产（百万元）	114754.89
总资产（百万元）	165121.65
每股净资产	91.35

相关报告

《贵州茅台 2019 年一季报点评：完美开端，更看长远》2019-04-25

《贵州茅台 2018 年报点评：靓丽年报超预期，来年展望信心足_20190329》2019-03-29

《直销比例提升和结构优化推动 19 年业绩增长》2019-01-01

分析师：

赵国防

zhaoguofang@xyzq.com.cn

S0190518100002

研究助理：

李耀

liyao93@xyzq.com.cn

团队成员：

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	77199	89243	107391	121074
同比增长(%)	26.5%	15.6%	20.3%	12.7%
净利润(百万元)	35204	41621	50559	58131
同比增长(%)	30.0%	18.2%	21.5%	15.0%
毛利率(%)	91.6%	90.9%	91.1%	91.1%
净利润率(%)	45.6%	46.6%	47.1%	48.0%
净资产收益率（%）	31.2%	26.9%	24.7%	22.1%
每股收益(元)	28.02	33.13	40.25	46.27
每股经营现金流(元)	32.94	23.08	46.63	45.58

事件：贵州茅台发布 2019 年中报，期内实现营业总收入 411.73 亿元，同增 16.8%，（其中营业收入 394.88 亿元，同增 18.24%），实现归母净利润 199.51 亿元，同增 26.56%，期内基本每股收益 15.88 亿元，同增 26.56%。其中，二季度实现营业总收入 186.92 亿元，同增 10.89%（其中营业收入 178.44 亿元，同增 12.01%），实现归母净利润 87.30 亿元，同增 20.29%。

投资要点

- **二季度增速回落，财务指标稳健。1）二季度收入增速回落。**公司 Q2 营业收入同增 12.01%，期内茅台酒、系列酒分别实现收入 153 亿元、25.2 亿元，分别同增 12.3%、9.4%。增速环比 Q1 回落主要系 18Q2 表观发货量较高：前期渠道跟踪显示，茅台实际发货量约 7000 吨，而 18Q2 表观发货数据约 6700 吨（期内实际发货量约 5500 吨）。受费率降低、吨价提升（二季度加大非标茅台投放量）推动，二季度净利润增速 20.29%，相对领先于收入增速。**2）渠道体系仍有微调，直营渠道尚待落实。**期末国内经销商数目 2415 家，较一季度末减少 39 家，其中茅台酒经销商较 Q1 仍有减少，公司渠道整顿仍在进行但预计接近尾声。19 年上半年直销占比 4.1%，二季度环比 Q1 回落，而草根调研显示直营店投放量大幅增加，预计与批条清理、口径调整有关，我们认为在集团营销公司投放方案落地之前，公司自有直营店仍是直销首选。**3）预收款维持高位，现金流表现良好。**期末预收款 122.57 亿元，环比 Q1 增加约 10 亿，较去年同期同增 23%。Q2 销售商品收入现金 205.7 亿元，同增 34.93%。
- **费用率持续走低，盈利能力继续提升。1）费用管控向好。**期内费用管控向好，19Q2 管理费用率、销售费用率分别为 5.97%、6.74%，分别同比

下降 1.47pct/0.71pct。**2）盈利能力继续提升。**由于公司系列酒主动调整公司毛利率明显改善，19Q2 毛利率同比提升 0.89pct 至 91.15%；毛利率微增叠加费率下降，期内归母净利率同比提升 3.65pct 至 46.70%。

- **对预收款和批价两个先行指标的理解：经销商整顿和销售政策调整扰乱预收款预期，批价跟踪不应仅局限于飞天。**单二季度预收款环比增加约 10 亿元，较市场乐观预期低，主要原因系：1）经销商整顿导致预收款跟踪偏差加大，中报显示仍有 80 家茅台酒经销商被处罚，渠道体系调整导致跟踪口径发生变化；2）19 年以来茅台打款政策调整较多，渠道跟踪显示，3 月中下旬和 6 月下旬茅台改变 18 年按月打款政策，经销商可以按季度打款，并根据经销商资金状况有所退还。以上两个原因导致预收款预期混乱，我们认为预收款作为先行指标是通过体现经销商打款积极性而反映需求情况，定性比定量或更有价值，渠道和终端跟踪显示茅台仍处于绝对卖方市场，故而需求不应因为预收款数据扰动而担忧。**对于茅台价格的跟踪，我们认为应该综合考虑其他产品来解读，例如精品酒、生肖等产品。**从年初跟踪情况来看普飞和生肖、精品等产品价差在逐渐缩窄，就特殊性、稀缺性和酒品质而言，生肖、精品或更胜一筹，而飞天价格不断攀升而生肖、精品价格上涨乏力，背后可能体现的是供给端总量的不足和结构上生肖、精品相对更多，渠道跟踪显示，各种非标产品占比在整个茅台收入中占比可能达到 30%。另外，在投资、收藏属性导致飞天金融属性凸显的大环境下，生肖、精品等产品消费属性凸显，对消费需求的研究或是一个重要补充。
- **茅台酒需求强劲，季度数据不必过分解读，建议耐心守望。1）茅台需求强劲，行业基本面仍夯实。**4 月份以来板块关注度持续升温，市场对茅台短期出货数据较为敏感，但出货数据则常受到公司销售政策调整以及公司短期考量等多因素影响而产生波动。我们认为，短期内出货数据的波动并不代表茅台需求降温，渠道调研反馈茅台实际需求强劲，而其他名酒动销情况亦侧面印证行业基本面依然夯实，中高端白酒继续畅享消费升级并在现金流争夺战中享受挤压式增长机会。**2）季度数据不必过分解读，建议耐心守望。**茅台的季度业绩受到销售政策等因素影响，不能反映终端需求，故不建议过分解读。对于茅台，中长期成长确定性、稳健性是看多的根本，绝对领先的品牌带来的高护城河是推荐的核心，短期强劲需求则是买入并放心持有的强心剂，建议耐心守望。
- **盈利预测及投资建议：我们维持前期盈利预测，预计 19-21 年 EPS 分别为 33.13 元/40.25 元/46.27 元，维持"审慎增持"评级。**

风险提示：宏观经济风险，茅台价格管控不当，直营渠道落地不达预期，市场系统性风险。

附表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	137862	174106	238944	302140
货币资金	112075	142057	201396	259741
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	394	455	548	618
存货	23507	29229	34405	38835
非流动资产	21985	20904	19814	18673
可供出售金融资产	29	29	29	29
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	15249	14867	14283	13553
在建工程	1954	1417	1027	747
油气资产	0	0	0	0
无形资产	3499	3369	3248	3128
资产总计	159847	195010	258757	320812
流动负债	42438	33654	44391	45952
短期借款	0	300	300	300
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1178	1410	1692	1892
其他	41260	31944	42399	43760
非流动负债	0	50	50	50
长期借款	0	50	50	50
其他	0	0	0	0
负债合计	42438	33704	44441	46002
股本	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375
未分配利润	95982	135003	181017	232953
少数股东权益	4570	6846	9298	11662
股东权益合计	117408	161306	214316	274810
负债及权益合计	159847	195010	258757	320812

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	35204	41621	50559	58131
折旧和摊销	1175	1100	1134	1160
资产减值准备	1	7	15	-2
无形资产摊销	91	80	80	80
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-4	-626	-841	-1135
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	2626	2277	2451	2364
营运资金的变动	-2532	15403	-5267	3267
经营活动产生现金流量	41885	28997	58571	57252
投资活动产生现金流量	-176	52	-74	-41
融资活动产生现金流量	-13794	934	841	1135
现金净变动	27914	29983	59338	58346
现金的期初余额	87869	112075	142057	201396
现金的期末余额	115783	142057	201396	259741

利润表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	77199	89243	107391	121074
营业成本	6523	8111	9547	10776
营业税金及附加	11289	12940	15638	17677
销售费用	2572	3123	3866	4359
管理费用	5326	6604	7769	7977
财务费用	-4	-626	-841	-1135
资产减值损失	1	3	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	51343	59088	71410	81417
营业外收入	12	5	8	9
营业外支出	527	289	301	329
利润总额	50828	58804	71117	81097
所得税	12998	14906	18107	20603
净利润	37830	43898	53010	60494
少数股东损益	2626	2277	2451	2364
归属母公司净利润	35204	41621	50559	58131
EPS(元)	28.02	33.13	40.25	46.27

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	26.5%	15.6%	20.3%	12.7%
营业利润增长率	31.9%	15.1%	20.9%	14.0%
净利润增长率	30.0%	18.2%	21.5%	15.0%
盈利能力(%)				
毛利率	91.6%	90.9%	91.1%	91.1%
净利率	45.6%	46.6%	47.1%	48.0%
ROE	31.2%	26.9%	24.7%	22.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	26.5%	17.3%	17.2%	14.3%
流动比率	3.25	5.17	5.38	6.58
速动比率	2.69	4.30	4.61	5.73
营运能力(次)				
资产周转率	0.52	0.50	0.47	0.42
应收帐款周转率	23,799	14,668	7,065	6,109
每股资料(元)				
每股收益	28.02	33.13	40.25	46.27
每股经营现金	32.94	23.08	46.63	45.58
每股净资产	89.83	122.96	163.21	209.48
估值比率(倍)				
PE	34	29	24	21
PB	11	9	6	5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn