

Q2 业绩略低于预期，全年增长无忧



事件

- **表观业绩增速放缓，经营数据略低于市场预期。**公司发布上半年经营数据公告，19H1 公司完成茅台酒基酒产量 3.44 万吨、系列酒基酒产量 1.09 万吨；实现营业总收入 412 亿元 (+16.9%)；实现归属于上市公司股东的净利润 199 亿元 (+26.2%)。我们据此计算单二季度公司表观收入、利润分别为 187.2 亿元 (+11.1%)、86.8 亿元 (+19.6%)，略低于此前预期。我们认为业绩增速放缓的主要原因包括：1) 18Q2 同期基数较高；2) 直营渠道落地放慢致发货量暂时减少。

核心观点

- **吨价提升亮眼，预收款预计高增。**分量价看，公司全年计划销量 3.18 万吨，1-6 月销量已超 1.4 万吨，销量完成率约 44%；公司上半年营收增速 16.9%，超过 19 年经营目标中 14% 的收入增长，我们判断上半年白酒吨价提升较为明显，推测吨价提升主要驱动因素为非标占比提升带动的产品结构改善。渠道跟踪显示，公司已在 6 月下旬开启了下半年的经销商提前打款计划，目前发货到 8 月，排除部分退回因素预计中报预收款将出现高增。我们认为提前打款锁定了下半年的销售目标，随着产品陆续发货预收款将确认为收入，综合看全年业绩增长基本无忧。
- **无惧短期销量扰动因素，非标+直营占比提升仍值得期待。**短期看，茅台业绩虽有波动，但产品需求依旧强劲、批价坚挺，今年的收入增长点主要在于量小个位数增长+非标占比提升带动的价格上行+直营加大并表，而价格提升叠加直营渠道收回利润则有望驱动利润端保持较快增长。从长期看，茅台酒供需缺口仍存，出厂价提升逻辑依然成立。

财务预测与投资建议

- 我们维持前次盈利预测，预计公司 19-21 年 EPS 分别为 34.57、40.49、47.19 元。采用 DCF 估值法，维持给予公司目标价为 1090.23 元，对应 19 年 32 倍 PE，维持买入评级。

风险提示

- 基酒产能不足的风险、社会库存增多风险、环境恶化风险。

| 公司主要财务信息 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 (百万元) | 58,218 | 73,639 | 85,599 | 99,077 | 114,212 |
| 同比增长 | 49.8% | 26.5% | 16.2% | 15.7% | 15.3% |
| 营业利润 (百万元) | 38,940 | 51,343 | 63,581 | 74,792 | 87,068 |
| 同比增长 | 60.5% | 31.9% | 23.8% | 17.6% | 16.4% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 27,079 | 35,204 | 43,417 | 50,859 | 59,265 |
| 同比增长 | 62.0% | 30.0% | 23.3% | 17.1% | 16.5% |
| 每股收益 (元) | 21.56 | 28.03 | 34.57 | 40.49 | 47.19 |
| 毛利率 | 89.8% | 91.1% | 91.7% | 92.1% | 92.3% |
| 净利率 | 46.5% | 47.8% | 50.7% | 51.3% | 51.9% |
| 净资产收益率 | 33.0% | 34.5% | 34.6% | 33.4% | 32.4% |
| 市盈率 (倍) | 45.7 | 35.2 | 28.5 | 24.4 | 20.9 |
| 市净率 (倍) | 13.5 | 11.0 | 9.0 | 7.4 | 6.2 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

| | |
|-----------------------|------------------|
| 股价 (2019 年 07 月 12 日) | 986.09 元 |
| 目标价格 | 1090.23 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 1031.86/524.00 元 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 125,620/125,620 |
| A 股市值 (百万元) | 1,238,724 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 食品饮料 |
| 报告发布日期 | 2019 年 07 月 15 日 |

| 股价表现 | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|------------|------|-----|------|------|
| 绝对表现 (%) | -1.4 | 8.8 | 7.9 | 33.7 |
| 相对表现 (%) | 0.8 | 5.6 | 12.4 | 24.3 |
| 沪深 300 (%) | -2.2 | 3.2 | -4.5 | 9.4 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀
021-63325888-3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

联系人 蔡琪
021-63325888-6079
caiqi@orientsec.com.cn

相关报告
一季报开门红业绩超预期，招商推进直营 2019-04-25
建设加速
茅台酒量增喜人业绩略超预期，19 年规划 2019-03-30
积极再踏新征程
非标产品投放增加助力 Q4 业绩完成，直 2018-12-04
营占比提升有望驱动利润增长

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位:百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 单位:百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 87,869 | 112,075 | 139,279 | 169,498 | 204,891 | 营业收入 | 58,218 | 73,639 | 85,599 | 99,077 | 114,212 |
| 应收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业成本 | 5,940 | 6,523 | 7,127 | 7,870 | 8,775 |
| 预付账款 | 791 | 1,182 | 1,374 | 1,591 | 1,834 | 营业税金及附加 | 8,404 | 11,289 | 11,128 | 12,880 | 14,848 |
| 存货 | 22,057 | 23,507 | 25,684 | 28,360 | 31,623 | 营业费用 | 2,986 | 2,572 | 2,210 | 2,360 | 2,492 |
| 其他 | 1,532 | 1,098 | 1,197 | 1,310 | 1,436 | 管理费用 | 4,721 | 5,348 | 5,697 | 6,190 | 7,071 |
| 流动资产合计 | 112,249 | 137,862 | 167,535 | 200,759 | 239,783 | 财务费用 | (56) | (4) | (13) | (15) | (19) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | (8) | 1 | 14 | 2 | 2 |
| 固定资产 | 15,244 | 15,249 | 16,298 | 17,846 | 19,533 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 2,016 | 1,954 | 2,302 | 2,999 | 3,359 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 3,459 | 3,499 | 3,420 | 3,340 | 3,261 | 其他 | 2,710 | 3,434 | 4,146 | 5,000 | 6,025 |
| 其他 | 1,642 | 1,283 | 1,280 | 1,264 | 1,255 | 营业利润 | 38,940 | 51,343 | 63,581 | 74,792 | 87,068 |
| 非流动资产合计 | 22,361 | 21,985 | 23,300 | 25,449 | 27,407 | 营业外收入 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 资产总计 | 134,610 | 159,847 | 190,835 | 226,207 | 267,190 | 营业外支出 | 212 | 527 | 527 | 527 | 527 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 38,740 | 50,828 | 63,065 | 74,276 | 86,552 |
| 应付账款 | 992 | 1,178 | 1,287 | 1,422 | 1,585 | 所得税 | 9,734 | 12,998 | 16,127 | 18,994 | 22,134 |
| 其他 | 37,583 | 41,260 | 43,465 | 45,950 | 48,740 | 净利润 | 29,006 | 37,830 | 46,938 | 55,282 | 64,419 |
| 流动负债合计 | 38,575 | 42,438 | 44,752 | 47,371 | 50,325 | 少数股东损益 | 1,927 | 2,626 | 3,520 | 4,423 | 5,153 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 27,079 | 35,204 | 43,417 | 50,859 | 59,265 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 (元) | 21.56 | 28.03 | 34.57 | 40.49 | 47.19 |
| 其他 | 16 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 16 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 负债合计 | 38,590 | 42,438 | 44,752 | 47,371 | 50,325 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 4,568 | 4,570 | 8,090 | 12,513 | 17,666 | 主要财务比率 | | | | | |
| 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 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 88,227 | 109,426 | 134,580 | 162,911 | 195,786 | 营业收入 | 49.8% | 26.5% | 16.2% | 15.7% | 15.3% |
| 其他 | 593 | 781 | 781 | 781 | 781 | 营业利润 | 60.5% | 31.9% | 23.8% | 17.6% | 16.4% |
| 股东权益合计 | 96,020 | 117,408 | 146,082 | 178,836 | 216,865 | 归属于母公司净利润 | 62.0% | 30.0% | 23.3% | 17.1% | 16.5% |
| 负债和股东权益 | 134,610 | 159,847 | 190,835 | 226,207 | 267,190 | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率 | 89.8% | 91.1% | 91.7% | 92.1% | 92.3% |
| | | | | | | 净利率 | 46.5% | 47.8% | 50.7% | 51.3% | 51.9% |
| | | | | | | ROE | 33.0% | 34.5% | 34.6% | 33.4% | 32.4% |
| | | | | | | ROIC | 33.9% | 35.8% | 35.9% | 34.3% | 32.7% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 28.7% | 26.5% | 23.5% | 20.9% | 18.8% |
| | | | | | | 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | | 流动比率 | 2.91 | 3.25 | 3.74 | 4.24 | 4.76 |
| | | | | | | 速动比率 | 2.34 | 2.69 | 3.17 | 3.64 | 4.14 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | - | - | - | - | - |
| | | | | | | 存货周转率 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| | | | | | | 每股指标 (元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 21.56 | 28.03 | 34.57 | 40.49 | 47.19 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 17.64 | 32.95 | 38.19 | 44.77 | 51.96 |
| | | | | | | 每股净资产 | 72.81 | 89.84 | 109.87 | 132.42 | 158.60 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 45.7 | 35.2 | 28.5 | 24.4 | 20.9 |
| | | | | | | 市净率 | 13.5 | 11.0 | 9.0 | 7.4 | 6.2 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 28.2 | 21.5 | 17.4 | 14.8 | 12.7 |
| | | | | | | EV/EBIT | 29.0 | 21.9 | 17.7 | 15.1 | 12.9 |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

