

贵州茅台(600519)/饮料制造

直营之路，曲折中带有惊喜

评级：买入(维持)

市场价格：962.03

分析师：范劲松
执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐
执业证书编号：S0740518070005

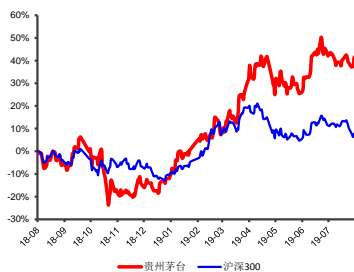
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理：熊欣慰

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1256
流通股本(百万股)	1256
市价(元)	962.03
市值(百万元)	1208,310
流通市值(百万元)	1208,310

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 贵州茅台(600519.SH)_中报点评：量价齐升持续，长期空间仍足
- 2 贵州茅台(600519.SH)_一季报点评：业绩再超预期，剑指千亿目标
- 3 贵州茅台(600519.SH)_公司点评：19年收入规划超预期，稳健增长可待

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	61,063	77,99	91,335	106,188	123,026
增长率 yoy%	52.07%	26.43%	18.31%	16.26%	15.86%
净利润	27,079	35,204	44,044	51,600	60,090
增长率 yoy%	61.97%	30.00%	25.11%	17.15%	16.45%
每股收益(元)	21.56	28.02	35.06	41.08	47.84
每股现金流量	17.63	32.94	46.26	52.34	58.44
净资产收益率	29.61%	31.20%	32.85%	32.27%	31.64%
P/E	44.63	34.33	27.44	23.42	20.11
PEG	1.85	1.76	0.72	0.97	1.03
P/B	13.21	10.71	9.01	7.56	6.36

备注：

投资要点

- **事件：公司发布《关于子公司向关联方销售产品的公告》和《关于上海证券交易所监管工作函的回复公告》，2019年度遵循不超过2018年末净资产金额5%的标准(56亿元)，继续向茅台集团销售公司产品。**
- **集团营销公司方案落地，关联交易金额符合我们预期，超出市场预期。**本周茅台回复了交易所监管工作函，集团营销公司方案尘埃落地，2019年公司遵循不超过2018年末净资产金额5%的标准(56亿元)，继续向茅台集团销售公司产品，若按照2018年茅台酒均价测算，56亿元对应供应量约2776吨，剔除2018年报中的茅台集团电商和机场等关联交易约25亿元，集团营销公司配额约1537吨，明显好于市场预期。根据公告显示，公司重新统筹因违规被收回的茅台酒经营权，将其投放到自营、团购等符合本公司营销战略布局的渠道和方式，我们预计茅台销售公司自营和团购等渠道供应量在4500吨左右，测算全年茅台酒均价有望提升5.7%。
- **直销落地增厚业绩，三季报值得期待。**根据茅台官网显示，公司计划在中秋、国庆前夕，向市场集中投放7400吨茅台酒，更好满足节日旺季消费需求，我们认为这里面将会包含一部分自营和团购渠道供应量，此举一方面可以增厚业绩，另一方面也可以适度平抑价格过快上涨势头，对龙头茅台健康持续发展具备重要意义。结合7月以来发货量以及去年三季度发货量，我们预计三季度茅台发货量有望实现15%以上增长，对应收入增速有望达20%以上。目前普飞一批价在2200-2300元，随着自营、以及团购渠道逐步放货，我们预计中秋旺季一批价有望小幅降温，但到1800元以下较难。全年来看，考虑到计划发货量的增长以及产品结构的调整，我们认为公司有望超额完成收入增长14%的目标。
- **中长期来看，茅台有望持续实现稳健增长。**尽管2018年以来公司内部调整力度较大，但茅台龙头品牌地位短期不会改变，我们认为企业偶尔遇到波折其实有助于内部体系的充分梳理和完善，长期来看茅台酒的增长仍应聚焦到供需关系上。根据基酒供应量和市场需求情况，我们认为茅台酒供需偏紧的格局将长期存在，考虑到当前渠道价差充足，未来茅台酒仍具备继续提价能力，即使价格不变，保守估计公司仍可通过调整产品结构等策略使得收入实现15%以上增长。长期来看，渠道价差终将回归正常水平，我们建议以更长远视角来看待公司投资机会，持续重点推荐。
- **投资建议：重申“买入”评级，持续重点推荐。**我们预计公司2019-2021年营业总收入分别为913/1062/1230亿元，同比增长18%/16%/16%；净

利润分别为 440/516/601 亿元，同比增长 25%/17%/16%，对应 EPS 分别为 35.06/41.08/47.84 元。

- 风险提示：三公消费限制力度加大、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故。

图表 1: 贵州茅台三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	61,063	77,199	91,335	106,188	123,026
增长率	52.1%	26.4%	18.3%	16.3%	15.9%
营业成本	-5,940	-6,523	-7,222	-8,080	-9,207
%销售收入	9.7%	8.4%	7.9%	7.6%	7.5%
毛利	55,122	70,676	84,113	98,108	113,819
%销售收入	90.3%	91.6%	92.1%	92.4%	92.5%
营业税金及附加	-8,404	-11,289	-12,056	-14,017	-16,239
%销售收入	13.8%	14.6%	13.2%	13.2%	13.2%
营业费用	-2,986	-2,572	-2,649	-2,973	-3,322
%销售收入	4.9%	3.3%	2.9%	2.8%	2.7%
管理费用	-4,721	-5,326	-5,937	-6,796	-7,751
%销售收入	7.7%	6.9%	6.5%	6.4%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	39,011	51,490	63,471	74,322	86,507
%销售收入	63.9%	66.7%	69.5%	70.0%	70.3%
财务费用	56	4	40	33	33
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-8	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	39,059	51,494	63,513	74,357	86,543
营业利润率	64.0%	66.7%	69.5%	70.0%	70.3%
营业外收支	-200	-515	-295	-294	-293
税前利润	38,859	50,979	63,218	74,063	86,249
利润率	63.6%	66.0%	69.2%	69.7%	70.1%
所得税	-9,734	-12,998	-15,886	-18,611	-21,674
所得税率	25.0%	25.5%	25.1%	25.1%	25.1%
净利润	29,006	37,830	47,330	55,449	64,573
少数股东损益	1,927	2,626	3,285	3,849	4,482
归属于母公司的净利润	27,079	35,204	44,044	51,600	60,090
净利率	44.3%	45.6%	48.2%	48.6%	48.8%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	87,869	112,075	147,321	187,208	230,516
应收款项	1,253	614	1,595	973	2,002
存货	22,057	23,507	26,943	29,500	34,810
其他流动资产	1,070	1,666	1,486	1,926	1,827
流动资产	112,249	137,862	177,345	219,607	269,155
%总资产	83.4%	86.2%	89.5%	91.7%	93.5%
长期投资	29	29	29	29	29
固定资产	15,244	15,249	14,192	13,132	12,071
%总资产	11.3%	9.5%	7.2%	5.5%	4.2%
无形资产	3,459	3,499	3,458	3,416	3,373
非流动资产	22,361	21,985	20,914	19,826	18,733
%总资产	16.6%	13.8%	10.5%	8.3%	6.5%
资产总计	134,610	159,847	198,258	239,434	287,888
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	18,461	18,117	32,002	43,528	57,455
其他流动负债	20,114	24,321	24,321	24,321	24,321
流动负债	38,575	42,438	56,324	67,850	81,777
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	0	0	0	0
负债	38,590	42,438	56,324	67,850	81,777
普通股股东权益	91,452	112,839	134,079	159,879	189,925
少数股东权益	4,568	4,570	7,855	11,704	16,187
负债股东权益合计	134,610	159,847	198,258	239,434	287,888

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	21.56	28.02	35.06	41.08	47.84
每股净资产 (元)	72.80	89.83	106.73	127.27	151.19
每股经营现金净流 (元)	17.63	32.94	46.26	52.34	58.44
每股股利 (元)	11.00	11.00	17.53	20.54	23.92
回报率					
净资产收益率	29.61%	31.20%	32.85%	32.27%	31.64%
总资产收益率	21.55%	23.67%	23.87%	23.16%	22.43%
投入资本收益率	414.73%	587.05%	1173.09%	-834.76%	-383.50%
增长率					
营业总收入增长率	52.07%	26.43%	18.31%	16.26%	15.86%
EBIT增长率	60.21%	31.95%	23.27%	17.09%	16.40%
净利润增长率	61.97%	30.00%	25.11%	17.15%	16.45%
总资产增长率	19.19%	18.75%	24.03%	20.77%	20.24%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	125.8	106.2	99.4	95.7	94.1
应付账款周转天数	61.6	59.9	60.7	60.3	60.5
固定资产周转天数	87.5	71.1	58.0	46.3	36.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-116.72%	-125.48%	-131.90%	-134.35%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-700.2	-14,622.3	-1,589.9	-2,246.4	-2,616.5
资产负债率	28.67%	26.55%	28.41%	28.34%	28.41%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	29,006	37,830	47,330	55,449	64,573
加: 折旧和摊销	1,126	1,175	1,169	1,172	1,175
资产减值准备	-8	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	-40	-33	-33
投资收益	0	0	-1	-1	-1
少数股东损益	1,927	2,626	3,285	3,849	4,482
营运资金的变动	-4,091	6,364	9,659	9,161	7,696
经营活动现金净流	22,153	41,385	58,116	65,748	73,410
固定资本投资	-62	58	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-1,121	-1,629	-107	-94	-91
股利分配	-13,817	-13,817	-22,022	-25,800	-30,045
其他	4,918	-2,624	-741	33	33
筹资活动现金净流	-8,899	-16,441	-22,763	-25,767	-30,012
现金净流量	12,133	23,315	35,246	39,888	43,307

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。