

## 贵州茅台(600519)/饮料制造

## 体系梳理不易,稳增长仍可期

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 1211.00

**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**

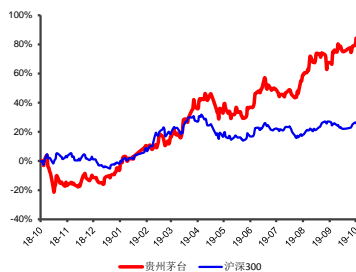
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**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)	1211.00
市值(百万元)	1521,256
流通市值(百万元)	1521,256

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 贵州茅台(600519.SH)\_公司点评: 直营之路, 曲折中带有惊喜
- 2 贵州茅台(600519.SH)\_中报点评: 量价齐升持续, 长期空间仍足
- 3 贵州茅台(600519.SH)\_一季报点评: 业绩再超预期, 剑指千亿目标

**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	77,19	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%	32.8 %	32.27%	31.64%
P/E	56.18	43.21	34.54	29.48	25.32
PEG	2.33	2.21	0.90	1.22	1.30
P/B	16.63	13.48	11.35	9.52	8.01

备注:

**投资要点**

- **事件: 2019年前三季度公司实现营业收入609.35亿元, 同比增长16.64%; 实现归母净利润304.55亿元, 同比增长23.13%, 基本每股收益为24.24元, 同比增长23.13%; 单三季度营业收入214.47亿元, 同比增长13.81%, 归母净利润105.04亿元, 同比增长17.11%。**
- **三季报略低于预期, 直营放量有所加大。**19Q3公司营业收入为214.47亿元, 同比增长13.81%, 报告期末预收账款为112.55亿元, 环比下降8.17%, 同比增长0.79%, 三季度末经销商已完成全年打款合同量, 但预收账款环比仍小幅下降主要受取消经销商影响。19Q3公司净利润为105.04亿元, 同比增长17.11%, 费用管控效率提升驱动利润增速快于收入。分产品来看, 19Q3茅台酒收入190.37亿元, 同比增长12.76%, 系列酒收入23.83亿元, 同比增长22.78%。分渠道来看, 19Q3直销收入为15.01亿元, 占比提高至7%, 反映33家自营店投放量增加明显; 报告期末经销商数量为2507家, 年初以来合计减少595家, 主要是为进一步优化营销网络布局, 提升经销商整体实力, 对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰, 报告期内减少酱香系列酒经销商494家。
- **毛利率微降, 期间费用率继续下行。**19Q3公司毛利率为90.79%, 同比下降0.66pct, 主要是系列酒增速更快所致; 期间费用率为9.19%, 同比下降0.33pct, 其中销售费用率为2.81%, 同比下降0.47pct, 主要是市场投入费用减少所致, 管理费用率为6.37%, 同比基本持平; 净利率为52.30%, 同比提高1.09pct。19Q3公司经营活动产生现金流量净额为32.28亿元, 同比下降69.21%, 主要是本期客户存款和同业存放款项净增加额减少所致。
- **一批价坚挺反映基本面仍旧强劲, 全年集团收入坚实迈向千亿目标。**由于去年四季度开始公司取消了部分经销商, 而直营渠道以及集团营销公司具体策略未全面落地, 今年以来公司不断让经销商提前执行合同量来满足市场需求, 导致预收账款波动较大。我们认为就目前的渠道体系来看, 预收账款的参考意义已经不是很大, 一批价才是反映基本面最重要的指标, 目前普飞一批价仍稳定在2300元左右, 终端需求持续旺盛, 未来茅台酒价格具备充足的提升基础。全年来看, 考虑到计划发货量的增长以及产品结构的调整, 我们认为公司有望顺利完成收入增长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%左右增长。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：维持“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
<b>营业总收入</b>	<b>61,063</b>	<b>77,199</b>	<b>91,335</b>	<b>106,188</b>	<b>123,026</b>
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
<b>%销售收入</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.4%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.5%</b>
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	<b>38,859</b>	<b>50,979</b>	<b>63,218</b>	<b>74,063</b>	<b>86,249</b>
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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>27,079</b>	<b>35,204</b>	<b>44,044</b>	<b>51,600</b>	<b>60,090</b>
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%
<b>资产总计</b>	<b>134,610</b>	<b>159,847</b>	<b>198,258</b>	<b>239,434</b>	<b>287,888</b>
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
<b>负债</b>	<b>38,590</b>	<b>42,438</b>	<b>56,324</b>	<b>67,850</b>	<b>81,777</b>
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
<b>负债股东权益合计</b>	<b>134,610</b>	<b>159,847</b>	<b>198,258</b>	<b>239,434</b>	<b>287,888</b>

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>					
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
<b>回报率</b>					
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%
<b>增长率</b>					
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%
<b>资产管理能力</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>22,153</b>	<b>41,385</b>	<b>58,116</b>	<b>65,748</b>	<b>73,410</b>
固定资本投资	-62	58	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,121</b>	<b>-1,629</b>	<b>-107</b>	<b>-94</b>	<b>-91</b>
股利分配	-13,817	-13,817	-22,022	-25,800	-30,045
其他	4,918	-2,624	-741	33	33
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-8,899</b>	<b>-16,441</b>	<b>-22,763</b>	<b>-25,767</b>	<b>-30,012</b>
<b>现金净流量</b>	<b>12,133</b>	<b>23,315</b>	<b>35,246</b>	<b>39,888</b>	<b>43,307</b>

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。