

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

上次评级: 买入

Q3 公司发货量低于预期, 市场保持高景气度

事件: 公司公布 2019 年三季报, 前三季度营业总收入 635.1 亿元, 同增 15.5%, 净归母净利润 304.5 亿元、同增 23.1%。其中 Q3 收入 223.4 亿元, 同增 13.3%, 归母净利润 105.0 亿元, 同增 17.1%。

Q3 同比收入增速放缓, 发货量低于预期。 Q3 营收 223.4 亿元, 同比增长 13.3%, 低于市场预期, 分产品看, 茅台酒收入 190.4 亿(+12.8%), 系列酒收入 23.8 亿(+22.8%)。我们认为 Q3 收入增速放缓的主要原因主要系渠道仍在进行调整, 三季度取消了 30 余家经销商的经销资格, 预计 Q3 公司茅台酒报表确认量约为 9200 吨。此外 Q3 股份公司直销收入 15 亿元, 收入占比为 6.7%, 与去年同期基本持平, 无明显提升, 对吨价的影响幅度有限; 在集团营销公司层面, Q3 针对 6 家商超放货 600 吨, 根据集团披露的第二批招标情况, 天猫、京东共分的第二批 400 吨茅台, 预计将于 Q4 投放市场, 增强公司 Q4 业绩的确定性。经销商方面, 年初至今国内经销商减少 616 个, 其中系列酒经销商减少 494 个, 茅台酒经销商减少 122 个, 渠道网络布局得到进一步优化。

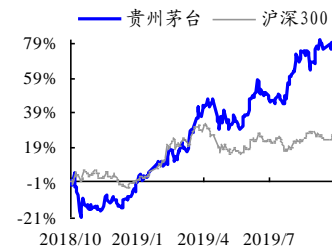
盈利能力依旧强劲, 表观现金流受打款节奏同比增速回落。 前三季度公司毛利率为 91.56%, 同比提高 1.17pct, 但 Q3 毛利率降低了 0.66pct 至 91.16%, 主要系系列酒增长更快, 对整体毛利率造成了影响。费用方面, 销售\管理\财务费用率分别为 2.81% (-0.47pct)、6.37% (+0.13pct)、0.01% (+0.01pct), 期间费用基本保持稳定, Q3 归母净利率提高 1.54pct 至 47.03%, 盈利能力依旧强劲。现金流方面, Q3 预收款环比减少 10 亿元至 112.6 亿元, 主要系公司要求经销商在 6 月底前集中打款, 使得经销商三季度打款金额减少, Q3 销售回款因此同比减少 0.73%。

盈利预测与评级: 预计 2019-2021 年公司 EPS 为 34.52 元、41.02 元、47.14 元, 对应 PE 为 34X、29X、25X。终端市场显示茅台酒仍处在供需紧平衡状态, 一批价在中秋国庆后保持在 2300 元高位, 市场景气度较高, 维持“买入”评级。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	61,063	77,199	91,978	108,251	124,236
(+/-)%	52.07%	26.43%	19.14%	17.69%	14.77%
归属母公司净利润	27,079	35,204	43,359	51,532	59,221
(+/-)%	61.97%	30.00%	23.17%	18.85%	14.92%
每股收益 (元)	21.56	28.02	34.52	41.02	47.14
市盈率	54.74	42.11	34.19	28.76	25.03
市净率	15.44	12.63	9.04	6.73	5.20
净资产收益率 (%)	29.61%	31.20%	27.90%	24.90%	22.25%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256

股票数据	2019/10/14
6 个月目标价 (元)	1312.08
收盘价 (元)	1180.00
12 个月股价区间 (元)	509.02 ~ 1188.87
总市值 (百万元)	1,482,313
总股本 (百万股)	1,256
A 股 (百万股)	1,256
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	7%	20%	79%
相对收益	8%	16%	55%

相关报告

《贵州茅台 (600519): 直营方案落地, 上市公司业绩确定性增强》-20190812

《贵州茅台 (600519): 表观收入低于预期, 发货情况与现金流正常》-20190719

《贵州茅台 (600519): Q2 业绩虽低于预期, 全年目标完成无虞》-20190715

《贵州茅台 (600519): 茅台酒产能扩张, 推动直营渠道完善营销体制》-20190605

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

证券分析师: 齐欢

执业证书编号: S0550518120001
(021)20362340 qi_huan@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	112,075	155,117	211,319	276,338	净利润	37,830	47,315	56,307	64,756
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	1	0	0	0
应收款项	0	25	30	45	折旧及摊销	1,175	1,392	1,488	1,623
存货	23,507	23,732	28,221	33,779	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	484	350	436	761	财务费用	0	0	0	0
流动资产合计	137,862	181,831	242,867	314,259	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	29	29	29	29	运营资本变动	2,025	-2,519	119	641
长期投资净额	29	29	29	29	其他	0	-11,382	-86	-325
固定资产	15,249	17,923	19,394	21,022	经营活动净现金流量	41,385	47,237	57,914	67,020
无形资产	3,499	3,990	4,184	4,428	投资活动净现金流量	-1,629	-3,413	-1,712	-2,001
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-16,441	-781	0	0
非流动资产合计	21,985	22,957	23,181	23,559	企业自由现金流	39,411	54,156	56,288	65,344
资产总计	159,847	204,787	266,048	337,818					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	1,178	1,140	1,350	1,617	每股指标				
预收款项	13,577	22,029	23,572	27,086	每股收益 (元)	28.02	34.52	41.02	47.14
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	93.46	130.51	175.33	226.88
流动负债合计	42,438	40,846	45,799	52,813	每股经营性现金流量 (元)	32.94	37.60	46.10	53.35
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	0	0	0	0	营业收入增长率	26.43%	19.14%	17.69%	14.77%
长期负债合计	0	0	0	0	净利润增长率	30.00%	23.17%	18.85%	14.92%
负债合计	42,438	40,846	45,799	52,813	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	112,839	155,417	206,949	266,170	毛利率	91.37%	92.34%	92.35%	92.00%
少数股东权益	4,570	8,525	13,300	18,835	净利率	45.60%	47.14%	47.60%	47.67%
负债和股东权益总计	159,847	204,787	266,048	337,818	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	0.30	0.10	0.10	0.13
					存货周转率 (次)	1248.69	1229.22	1244.51	1240.11
					偿债能力指标				
					资产负债率	26.55%	19.95%	17.21%	15.63%
					流动比率	3.25	4.45	5.30	5.95
					速动比率	2.69	3.87	4.69	5.31
					费用率指标				
					销售费用率	3.33%	3.10%	3.00%	2.90%
					管理费用率	6.90%	6.05%	5.40%	5.00%
					财务费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	42.11	34.19	28.76	25.03
					P/B (倍)	12.63	9.04	6.73	5.20
					P/S (倍)	19.20	16.12	13.69	11.93
					净资产收益率	31.20%	27.90%	24.90%	22.25%

资料来源：东北证券

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 食品饮料行业分析师(组长), 研究小组获“2017年水晶球”食品饮料行业第二, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

齐欢: CFA, 上海交通大学金融本科、硕士, 2016年加入东北证券, 食品饮料行业分析师。

马雪薇: 伦敦政治经济学院风险与金融硕士, 2018年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

王钰: 伦敦政治经济学院金融与经济硕士, 2018年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn