

贵州茅台 600519

审慎增持 (维持)

出货通道阻塞拖累单季度业绩

2019年10月16日

相关报告

报告正文

事件

贵州茅台公布 2019 年三季报, 9M19 总营收 609.35 亿元, 同比+16.64%, 归母净利润 304.55 亿元, 同比+23.13%; 19Q3 营收 214.47 亿元, 同比+13.28%, 归母净利润 105.04 亿元, 同比+17.11%, 扣非净利 105.03 亿元, 同比+17.11, 略低于市场预期。

投资要点

供给端出货通道阻塞, 三季度收入利润增速放缓。公司 Q3 营业收入、净利润增速分别为 13%/17%, 略低于市场预期, 主要原因为供给端出货量较少: 1) 8 月初公司才解决股份公司与集团公司关于从经销商处收回的 6000 吨茅台酒如何分配的问题, 报表显示前三季度直销发货量 1100 吨左右, 直销占比 5.1%, 其中上半年直销发货量 600 吨左右、单三季度直销发货量 533-570 吨左右, 直销落地速度较慢但环比已加速。2) 今年茅台经销商数量进一步减少, 经销商渠道出货能力下降, 上半年茅台酒经销商减少 99 家, 三季度进一步减少 14 家, 总计减少数量达到 113 家, 经销商数量大幅度减少导致茅台在批发渠道的出货能力有所削弱。

公司财务指标稳健, 预收款、现金流良性。1) 三季度预收款 112.55 亿元, 同比+0.79%, 环比-8.17%, 环比减少系淡季公司减少打款要求所致, 同比微增稳健, 故无需做过多解读。2) 销售商品收到的现金流入为 228.39 亿元, 同比-0.73%, 经营现金流入指标良好, 经营性现金流净额同比大幅减少系销售公司退回经销商保证金所致。

风险提示: 宏观经济不及预期, 直销放量不及预期, 茅台批价过高

分析师:

赵国防

zhaoguofang@xyzq.com.cn

S0190518100002



期间费用率稳定，盈利能力同比提升。公司 Q3 毛利率为 91.83% (Q1:92.11%/Q2:91.57%)，同比下降 66bp，主要原因是三季度成本增速为 22.47%，比收入增速高 9 个百分点左右，拖累了毛利率水平；Q3 销售费用率为 2.81%，去年同期为 3.28%，同比下降 47bp；管理费用率 6.24%，去年同期为 6.24%，同比增加 13bp。Q3 净利率为 52.30% (Q1:55.05%/Q2:52.01%)，同比+1.09%，系直销占比提高渠道结构改善、费用率管控有力所致。

三季度直销放量加速、四季度落地可期。今年公司直销渠道的总投放量应为 7000 吨左右 (原本的 2000 吨+去年收回的 6000 吨-分给集团的 2000 吨+今年取消一百余家经销商收回的 1000 吨)，截止目前公司仅投放 1100 吨，占比 15%，原因是上半年直销发货几乎停滞。而 Q3 报表口径直销发货量已接近 600 吨显示直销落地速度加快，近期草根调研反馈四季度直营店将投放 1000-2000 吨，第二批商超投放 500-1000 吨，全国大范围开展企业团购及贵州当地大量投放可消化 2000 吨左右，四季度直销落地值得期待。

投资建议

看好茅台扎实的需求和强大的品牌，耐心守望公司渠道改革带来的价值释放。我们认为今年是公司的调整年，去年三季度开始公司痛下决心进行渠道治理，调研反馈 18-19 年实际取消的茅台酒经销商数量在 500-600 家，因此批发渠道出货量大幅收紧。渠道改革带来的阵痛将随着公司直销落地而缓解，而渠道结构的改善将有利于加强公司对茅台酒价格的管控力度和管控能力，提高吨酒价、增厚 EPS，利于公司长远发展。我们维持前期盈利预测，预计公司 19-21 年 EPS 分别为 34.40 元、42.32 元、48.75 元，对应 PE 分别为 35、29、25 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济不及预期，直销放量不及预期，茅台批价过高

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	137862	176082	243628	310063	营业收入	77199	91706	110486	124922
货币资金	112075	145083	207290	269012	营业成本	6523	7823	9211	10403
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	11289	13297	16088	18239
应收账款	0	9	22	19	销售费用	2572	3210	3977	4497
其他应收款	394	468	564	637	管理费用	5326	6786	7162	7364
存货	23507	28192	33195	37489	财务费用	-4	-634	-863	-1173
非流动资产	21985	20904	19814	18673	资产减值损失	1	3	2	2
可供出售金融资产	29	29	29	29	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	51343	61221	74907	85590
固定资产	15249	14867	14283	13553	营业外收入	12	5	8	9
在建工程	1954	1417	1027	747	营业外支出	527	289	301	329
油气资产	0	0	0	0	利润总额	50828	60937	74614	85270
无形资产	3499	3369	3248	3128	所得税	12998	15447	18997	21663
资产总计	159847	196986	263441	328735	净利润	37830	45490	55617	63607
流动负债	42438	34037	44876	46563	少数股东损益	2626	2277	2451	2364
短期借款	0	300	300	300	归属母公司净利润	35204	43213	53166	61243
应付票据	0	0	0	0	EPS(元)	28.02	34.40	42.32	48.75
应付账款	1178	1360	1632	1826					
其他	41260	32377	42944	44437					
非流动负债	0	50	50	50	主要财务比率				
长期借款	0	50	50	50	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
其他	0	0	0	0	成长性(%)				
负债合计	42438	34087	44926	46613	营业收入增长率	26.5%	18.8%	20.5%	13.1%
股本	1256	1256	1256	1256	营业利润增长率	31.9%	19.2%	22.4%	14.3%
资本公积	1375	1375	1375	1375	净利润增长率	30.0%	22.8%	23.0%	15.2%
未分配利润	95982	136466	184852	239570	盈利能力(%)				
少数股东权益	4570	6846	9298	11662	毛利率	91.6%	91.5%	91.7%	91.7%
股东权益合计	117408	162898	218515	282122	净利率	45.6%	47.1%	48.1%	49.0%
负债及权益合计	159847	196986	263441	328735	ROE	31.2%	27.7%	25.4%	22.6%
					偿债能力(%)				
					资产负债率	26.5%	17.3%	17.1%	14.2%
					流动比率	3.25	5.17	5.43	6.66
					速动比率	2.69	4.34	4.69	5.85
					营运能力(次)				
					资产周转率	0.52	0.51	0.48	0.42
					应收帐款周转率	47,598	20,000	7,067	6,118
					每股资料(元)				
					每股收益	28.02	34.40	42.32	48.75
					每股经营现金	32.94	25.49	48.89	48.23
					每股净资产	89.83	124.23	166.55	215.30
					估值比率(倍)				
					PE	43	35	29	25
					PB	13	10	7	6

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	35204	43213	53166	61243
折旧和摊销	1175	1100	1134	1160
资产减值准备	-11	0	0	0
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	-634	-863	-1173
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	-2545	13962	-5543	3005
经营活动产生现金流量	41885	32015	61418	60590
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	941	863	1173
现金净变动	27914	33008	62207	61722
现金的期初余额	87869	112075	145083	207290
现金的期末余额	115783	145083	207290	269012

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