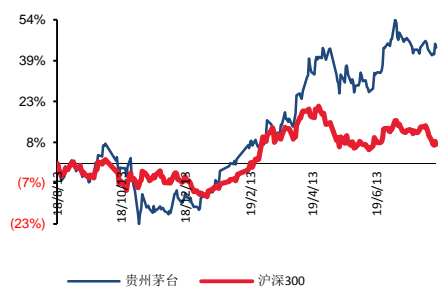


日常消费 食品、饮料与烟草

## 贵州茅台：集团销售方案好于预期，旺季放量业绩可期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	1,208,500/1,208,500
12个月最高/最低(元)	1031.86/524.00

### 相关研究报告：

贵州茅台(600519)《贵州茅台中报分析：报表销量或超预期，吨价和预收款合理，净利率提升》--2019/07/21

贵州茅台(600519)《贵州茅台业绩预告点评：收入利润符合预期，平均吨价提升明显》--2019/07/14

贵州茅台(600519)《贵州茅台：享受龙头溢价，提高目标价到1240元》--2019/06/29

### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

### 证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

**点评事件：**贵州茅台8月10日公告了答复上交所监管工作函的文件，和《关于子公司向关联方销售产品的议案》及董事会表决通过的决议。日前，公司还召开了市场工作会议，就市场和渠道管理、价格管控、以及旺季放量等工作做了相关的部署。

### 一、集团销售方案好于预期，直供及直销有望增加，利好吨价和利润

集团营销公司的销售方案归结起来，核心要点包括：1、集团匹配社会经销商的购货价格和定价原则；2、交易标的包括茅台酒以及系列酒；3、2019年度的交易金额不超过股份公司2018年末净资产金额的5%，亦即56亿元。定价原则市场已有预期，交易金额及其对应的茅台酒配额明显好于此前市场的悲观预期。方案总体上超预期，释放利好。交易金额未超过5%，董事会有直接表决通过的权限，消除了不确定性。

图表1：茅台集团营销公司销售方案的预期对比

	定价原则	交易标的	交易金额	对应配额	交易期限和设定	方案总体
此前悲观预期	匹配经销商	茅台酒及系列酒	超112亿元	6000吨以上	2019年后不再增量	集团强硬
实际落地方案	匹配经销商	茅台酒及系列酒	不超56亿元	2700吨以下	2020年后未提及	集团让步
判断或结论	符合预期	符合预期	好于预期	好于预期	不确定性	好于预期

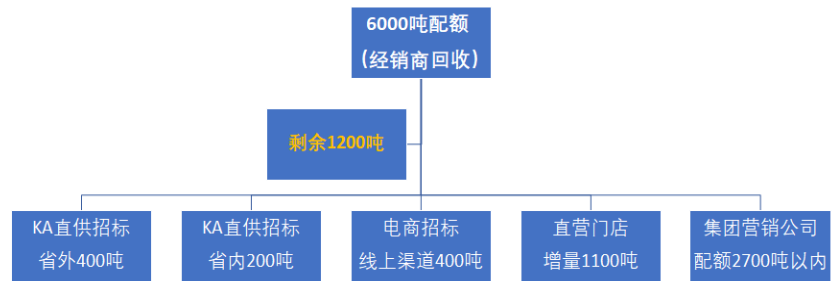
资料来源：太平洋证券研究院

存在不确定的地方：交易期限细化到2019年度，至于2020年及以后的关联交易金额的限定并未提及。猜测未来的交易金额可能随净资产同比例增长，但占比不超过5%。预计在此背景下，股份公司业绩持续增长的核心逻辑不会被破坏；并且公司在问答函的公告中亦有提及：“控股股东并无全盘直销经营本公司茅台酒配额的计划。控股股东与本公司之间亦无形成金额较大关联交易的安排。”只要集团的茅台酒销售配额比例长期保持在低位，并且茅台酒的定价权归属于股份公司，则上市公司主体和长期逻辑成立，具备长期投资价值，毋须过分担忧。

采用2018年茅台酒的不含税吨价（使用最新的增值税率）代入计算，56亿元对应的茅台酒配额约为2700吨。如果集团配额内的产品结构较去年茅台酒全渠道的销售结构接近，则剔除系列酒的关联交易后，实际上茅台酒配额不足2700吨，不足市场原先预期的6000吨的45%，占比全年计划量的8.5%以内。

尽管集团匹配社会经销商的购货价格，导致对应配额的渠道利润无法尽数回收，但因为比例压缩，影响相对减弱。利空转利好的背景下，**公司目前正紧锣密鼓地部署营销体制调整和渠道变革，下半年直供及直销有望增加。**目前逐步落地的 600 吨 KA 直供的招标以及推进中的 400 吨电商的招标将大比例增加 KA 直供和电商的配额。此外，管理层此前透露的直营门店配额有望新增 1100 吨达到 1600 吨左右，将大幅提升直销的比例。上半年直销比例低于预期，随着集团营销公司销售方案落地，直营门店的增量投放有望同步加快，直销比例有望恢复和提升。6000 吨的经销商回收配额，剔除掉集团营销公司的 2700 吨，以及直供的 1000 吨和直销的 1100 吨增量，仍剩余 1200 吨左右的配额可用于提升 KA 直供、电商、直营门店以及出口的销售占比。

图表 2：6000 吨经销商回收配额的分配示意图



资料来源：公司公告、网上资料、太平洋证券研究院

除了出口，其余直供或直销渠道的产品的出厂价明显高于经销商合同的定价。伴随 6000 吨经销商配额的回收和直供、直销渠道的配额提升，茅台酒的吨酒价格有望进一步提升，改善毛利率等指标，提高净利润。

## 二、维持 2019 年度茅台酒的量价拆分和公司的盈利预测不变

在贵州茅台的中报分析中我们测算过，如果 2019 年茅台酒的销量同比持平，则吨酒价格需提升至 232 万/吨左右，才能确保收入增长 14% 的年度目标顺利完成。同时借助敏感测算进行判断，如果集团配额为 3000 吨，则其对应的茅台酒的定价需超过 1014 元才能确保任务目标的达成。考虑到：1、集团真实配额低于 2700 吨；2、集团配额也包含非标产品，单位价格高于普飞；3、增值税率下调后收入、利润的提升。据此判断，**尽管集团匹配社会经销商的定价原则，但收入增长 14% 的目标仍将大概率达成，暂时没有调整 2019 年收入和量价拆分的需要。**

**图表 3：2019 年的茅台酒量价拆分及预期**

	2019Q1	2019Q2	2019H1	2019全年预期
茅台酒销量 (吨)	8660	6070	14730	32464
YOY	8.93%	-4.40%	3.01%	0%
平均吨酒价格 (万/吨)	225	252	236	232
YOY	13.53%	17.50%	14.95%	14.00%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

我们在上一篇报告中指出，集团冲千亿、股份公司完成 14% 收入增长的最优场景是保持“量平价升”，在此背景下既不会出现“寅吃卯粮”的透支和被动，也能充分释放利润弹性，提高销售净利率。集团销售方案好于预期，有望确保“价升”的实现；而公司在中秋、国庆销售旺季到来前迅速出台集团销售方案，有助于茅台酒全年计划量的如数投放，期待全年销量同比持平的实现。如果全年报表销量同比略下滑，则吨价提升的要求就更高一些。

我们之所以看高吨价，原因主要有三点：1、产品结构升级，非标产品占比不断提升；2、去年非标产品的提价没有一步到位，留有继续提升空间；3、渠道变革，直供和直销比例提升有助于推升茅台酒整体吨价。

**图表 4：2019 年茅台酒平均吨酒价格提升的可行性分析**

假设全年销量同比持平	销量/配额 (吨)	占比	吨酒价格 (万/吨)	平均吨酒价格 (万/吨)
2019H1销量	14730	45.4%	236	232
集团营销公司	2700	8.3%	207	
直供、直销增量	3300	10.2%	256	
其余投放量	11734	36.1%	225	

资料来源：太平洋证券研究院

假设 2019 年全年销量同比持平；集团营销公司的吨酒价格和 2018 年全渠道的吨酒价格保持一致（增值税调整后），对应吨酒价格 207 万；直供、直销的增量给予渠道 10% 的合理毛利率，对应吨酒价格 256 万；其余投放量考虑旺季和产品结构，采用 2019Q1 的平均吨酒价 225 万。按权重计算，全年平均吨酒价格有望达成 232 万/吨。亦即中性假设下，只要相关税费保持稳定，销售毛利率和销售净利率均有望大幅提升，净利润和 EPS 的弹性较大，我们维持 2019 年的盈利预测和 EPS 不变。

### 三、旺季放量叠加同比低基数，三季报预期较为乐观

公司 8 月 7 日召开了市场工作会议，主要围绕近期茅台酒的终端市场价格疯涨等现象，进行销售旺季增量及加强市场管控等工作的部署。管理层宣布，中秋、国庆销售旺季之前，将增加 7400 吨的市场投放量，同比去年中秋前的计划量 7000 吨有所增加。集团销售方案适时落地，

为旺季增量投放提供良好契机；而营销体制改革也使得渠道更加多元和合理，我们有望看到在手订单的充分消化和真实需求的更好满足。当然，即便有所增量，但供不应求的大格局仍难以打破，预计一批价和终端市场价将有所回落，但跌幅较深的概率不大。只有等茅台酒真实放量、渠道更加精细管控、需求从囤货投资转向真实消费的时候，茅台酒的价格才会长期维持在一个较为合理的水平。短期内因为供需不匹配而震荡向上仍是大概率。

去年三季报无论收入还是利润，同比基数很低。今年上半年茅台酒的真实投放量不足，目前市场价格高企，需求更盛，真实动销可能很好。在增量投放和市场需求旺盛的背景下，三季报的预期较为乐观。

#### 四、营销体制改革务实推进，销售方案兼顾多方利益，彰显企业担当

股份公司的营销体制改革狠下决心且务实推进，结合当前茅台酒价格高企以及渠道乱象来看，足见管理团队此前的高瞻远瞩和决断定力。集团营销公司成立，初衷是借助茅台集团在渠道和资源等方面的优势，进一步拓宽产品销售渠道，促进持续、稳定、健康发展。当方案受阻，市场产生分歧和异议时，公司保持耐心，并考虑多方利益，兼听则明；控股股东也作适当的让步，使得市场情绪由空转多，投资人信心恢复。

公司充分权衡利弊，兼顾企业发展和维护股东权益等各方面的要求，合理合规妥善处理问题，不失龙头企业和上市公司标杆的担当及表率。

#### 五、盈利预测

“量平价升，净利率提升”的逻辑边际强化，目前基本面没有问题。维持近三年盈利预测不变，预测公司 2019-2021 年的收入增速分别为 15%、13%、14%，净利润增速分别为 27%、16%、16%，对应 EPS 为 35.52、41.32、47.94 元。

在不考虑普飞继续提价的前提下，预测 2020 年公司的收入增速为 13%、净利润增速为 16%。如果明年普飞提价，将继续上调明年的增速。

考虑龙头溢价和业绩持续增长，根据 2020 年 EPS 给 30 倍 PE，目标价 1240 元，对应 2019 年的动态 PE 为 34.9 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**QFII 和北上资金短期大规模的撤出，食品安全问题等。

单位：百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	77199	88779	100321	114365
收入同比(%)	26%	15%	13%	14%
归属母公司净利润	35204	44625	51901	60219
净利润同比(%)	30%	27%	16%	16%
每股收益(元)	28.02	35.52	41.32	47.94

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com





## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。