

贵州茅台中报点评： Q2 业绩增速放缓，全年有望回升

事件

● 公司发布19年中报，19H1实现营业收入394.9亿元，同比增长18.24%；归母净利润199.5亿元，同比增长26.56%；扣非归母净利润为200.3亿元，同比增长26.11%。

点评

● **表内业绩低于预期，实际销量符合增长：**2019年上半年公司实现营业收入394.9亿元，同比增长为18.24%，归母净利润199.5亿元，同比增长26.6%，营收及利润增速略低于市场预期，原因有两个方面：1) 公司报告期内直营渠道落地，影响发货量，造成货源紧缺，供应链处于不足状态；2) 18Q2公司将32亿元的预收款确认为营收，造成了去年同期营收基数较大。19H1销售毛利率为91.87%，同比增长1.3pct。公司Q2预收账款期末值为122.6亿元，环比增加8.8亿元，较前期略有上升。综合来看，虽然公司表内业绩有所下滑，但实际业绩销量已达公司目标。Q2实现营收为178.5亿元，同比增长12.05%，环比降低18%，归母净利润为87.3亿元，同比增长20.36%。二季度经营业绩较Q1有所回落，营收增速略微减缓。目前产品仍处于供不应求的阶段，预计下半年有所放量。

● **基酒产量保持增加，下半年营收有望放量增长：**根据调研，公司19年“飞天茅台”销售计划为3.1万吨，年中任务完成过半。目前茅台酒产量占比63.3%，营收占比88.1%，茅台系列酒产量占比36.7%，营收占比11.9%。19年H1茅台酒基酒产量3.44万吨，同比增长13.2%，若公司下半年维持该增幅，19年全年茅台酒产量有望突破5.6万吨，营收有望达成千亿目标。单从本季来看，公司业绩出现波动，但消费者需求仍然强劲，并且批价坚挺，目前茅台的飞天批价大于2000元。随着下半年中秋及国庆等行情的到来，产品陆续发货公司确认收入，总体来看，公司全年业绩有望保持预期增长。

● **加强渠道管控，直营渠道加速落地：**公司自19年起，着重布局直营渠道，不断完善渠道体系，增加了在部分地区的渠道投放量。公司为进一步优化营销网络提升经销商整体实力，对经销商进行了清理和淘汰，19年报告期内公司减少酱香系列酒经销商494家，茅台酒经销商99家，加之2018年取消的经销商数量，茅台目前已砍掉共计536家茅台酒经销商。随着公司直营比例的逐步提升，产品批价会有所回落，但合适的批价有助于保证产品的开瓶率，目前直销营收占比4.1%，日后有望进一步提升。公司报告期内直营渠道落地，影响发货量。我们认为下半年公司会增加产品供给，把握价格力度，确保公司未来增长留有余力。

研究部

黄天天

tthuang@cebm.com.cn

袁颖

yuyuan@cebm.com.cn



核心指标

北京时间2019年7月18日贵州茅台披露了2019年上半年报，核心指标情况如下：

营业收入方面，2019年H1营收394.9亿元，同比增长18.24%；2019年H1归母净利润为199.5亿元，同比增长26.56%；2019Q2实现营业收入178.5亿元，单季同比增长12.05%；归母净利润为87.3亿元，同比增长20.36%。

图 1：单季营业收入（亿元）及同比增长（%）



图 2：单季归母净利润（亿元）及同比增长（%）



来源：公司公告、莫尼塔研究

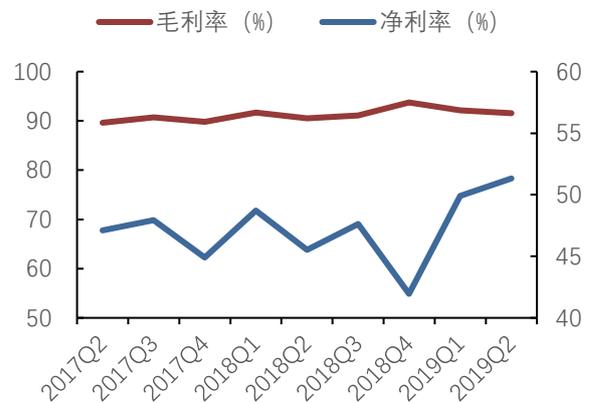
来源：公司公告、莫尼塔研究

预收账款方面，2019年Q2期末预收账款为122.6亿元，环比增加8.8亿元；公司19年H1毛利率为91.87%，净利率为51.32%；分季度看，2019Q2毛利率为91.55%，同比上升1pct，净利率为51.32%，同比增加5.8pct。

图 3：单季度预收账款期末值（亿元）及同比增长（%）



图 4：单季度毛利率及净利率（%）



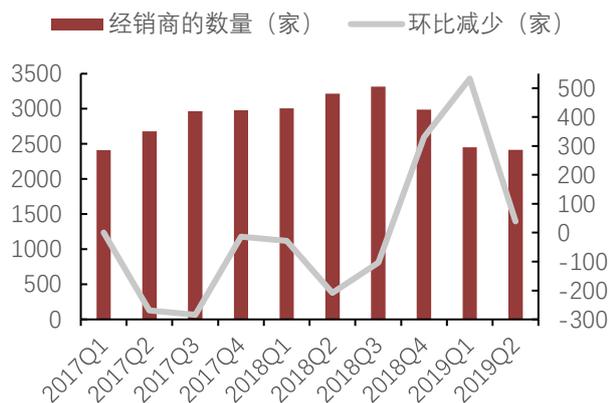
来源：公司公告、莫尼塔研究

来源：公司公告、莫尼塔研究

经营渠道方面，为进一步优化营销网络提升经销商整体实力，公司对经销商进行了清理和淘汰，19年报告期内公司减少酱香系列酒经销商 494 家，茅台酒经销商 99 家，加之 2018 年取消的经销商数量，茅台目前已砍掉共计 536 家茅台酒经销商。分红方面，茅台自上市以来，已实施现金分红 19 次，累计实现净利润 1877 亿元，累计现金分红 757 亿元，平均分红率为 40.33%。

图 5：单季度经销商数量期末值及环比变化数量（家）

图 6：单年归母净利润（亿元）及股利支付率（%）



来源：公司公告、莫尼塔研究

来源：公司公告、莫尼塔研究

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

上海（总部）

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方广场E1座18层1803室。邮编：100738

纽约

Address: 295 Madison Avenue, 12FL
New York, NY 10017 USA

业务咨询：sales.list@cebm.com.cn