

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2019年10月16日**
**市场数据**

目前股价	1211
总市值（亿元）	15,212.56
流通市值（亿元）	15,212.56
总股本（万股）	125,620
流通股本（万股）	125,620
12个月最高/最低	1215.68/501.59

**分析师**

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：逢晓娟

S1070119020015

☎ -

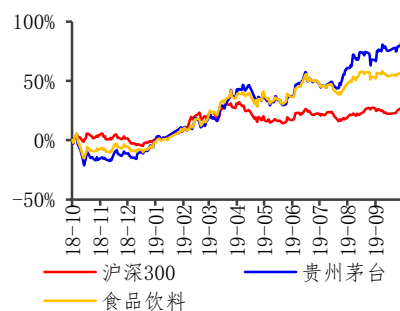
✉ pangxiaojuan@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;不以季度论成败，抱守龙头前景春&gt;&gt;

2019-07-18

&lt;&lt;淡看波动，全年无虞&gt;&gt; 2019-07-15

&lt;&lt;渠道改革继续，增长持续稳健&gt;&gt;

2019-07-15

# 过程偶有颠簸，终将驶入坦途

## ——贵州茅台（600519）公司动态点评

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	89109	98751	112398
(+/-%)	15.4%	10.8%	13.8%
净利润	42666	48929	56562
(+/-%)	21.2%	14.7%	15.6%
摊薄 EPS	33.96	38.95	45.03
PE	35	30	26

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

■ **事项：**前三季度公司实现营业收入 609.3 亿，同比+16.6%，归母净利 304.5 亿，同比+23.1%，扣非净利润 305.3 亿元，同比+22.5%；其中 Q3 收入 214.5 亿，同比+13.8%，归母净利 105 亿元，同比+17.1%。收入业绩略低于预期。

■ **投资观点：**

需求无需担心，渠道结构调整致使发货量略低于预期。茅台酒 2019Q3 营收 190.38 亿元，同比增加 12.8%。量价拆分来看，我们预计价格较去年微增，原因是公司 Q3 加大对飞天投放以平抑产品价格，预计产品结构有所下调，抵消部分直营占比提升对均价带来的正面影响的影响。发货量预计各较去年同期个数增速。直营渠道发货节奏（单三季度直营占比 7.9%）环比上半年（上半年直营占比 4.6%）加速明显，但由于商超、电商等直营渠下半年刚开始理顺，因此总量未达预期，经销渠道发货节奏普遍同比去年加快，但考虑经销商数量大幅减少，经销渠道发货总量符合实际情况。茅台三季度前期价格快速上涨，需求旺盛，发货量低于预期仍是供给主导，随着后续直营渠道理顺，直营发货节奏将进一步加快，无需过度担忧。

渠道结构调整、打款节奏环比放缓使预收款环比降低，拖累 Q3 现金流量表现。2019 年三季度末预收款 112.55 亿，环比二季度末减少 10 亿元，原因一是经销商三季度打款节奏较上半年放缓，（6 月底要求经销商打半年款，后大商退还四季度款项，9 月底要求提前执行四季度打款，但四季度只有 10、11 月份两个月配额），第二，经销商数量大幅减少，直营占比提升，但直营渠道提前打款比例较小。2019Q3 经营活动现金流净额 32.38 亿，同比减少 69%，除预收款影响外，也与公司收到其他与经营活动有关的现金季度波动有关。系列酒 Q3 营收 23.8 亿，同比增长 23%，系列酒优结构、销量持平，发展质量良好，全年实现含税收入超百亿目标是大概率

事件。

**Q3 毛利率下降，期间费用率基本持平，营业税金及附加比例较低致使净利率改善。**19Q3 公司毛利率 90.8%，同比下降 0.7pct，主要受系列酒高增、换包装三季度成本上升明显、产品结构下调影响；销售费用率 2.8%，同比下降 0.5pct，管理费用率 6.4%，同比提升 1%，营业税金及附加 15%，同比下降 2.1%，净利润率 52.3%，同比提升 1.1pct。

**后续直营更加顺畅，全年目标完成无虞。**茅台需求旺盛，单季度增速低是由于渠道调整后理顺需要过程，随着后续直营渠道更加顺畅，四季度直营占比将环比三季度进一步提升，经销渠道大概率提前执行明年计划，全年增长目标完成概率大。长期来看茅台供需偏紧格局不变，渠道价差较大，价格提升空间充足。产能未来 3-5 年产能逐步扩至 5 万吨，销量量增长空间可观，仍是穿越周期配置的好品种。维持“推荐”评级。

**投资建议：**我们预计 19-21 年公司收入同比增长 15%/11%/14%；净利润同比增长 21%/15%/16%；对应 PE 为 35/30/26 倍。维持推荐评级

**风险提示：**宏观波动超预期、食品安全问题



### 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

#### 行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>