



中信证券研究部



薛缘
首席食品饮料
分析师
S1010514080007



联系人：顾训丁

核心观点

前三季度收入/净利润同增 16%/23%，预期全年业绩确定性强。展望未来 2 年，公司具备稳健量增基础和提价潜力，望维持稳健增长，核心资产价值凸显，可看长做长，维持“买入”评级，上调目标价至 1400 元。

■ **2019Q1-Q3 公司收入/净利润分别同增 16%/23%**。2019Q1-Q3 公司实现收入/净利润约 609 亿/305 亿，同增 16%/23%；2019Q3 实现收入/净利润 223 亿/105 亿，同增 13%/17%；2019Q3 末预收账款 112.6 亿，环降 10 亿、同增 1 亿。2019Q3 毛利率 90.8%、略降 0.6Pct，主要系：①2018Q3 非标投放基数较高；②2019Q3 低毛利率系列酒增速较快。公司销售费率 2.8%、同降 0.5Pct，主要系茅台酒市场投入费用减少。2019Q3 公司经营现金流 32 亿、同降 69%，主要系客户存款和同业存放款项净增加额明显减少。

■ **量价稳增支撑茅台酒平稳增长，直营放量仍有限，系列酒增长提速**。分产品看，2019Q1-Q3 实现茅台酒收入 538 亿、同增 16%，其中 Q3 实现茅台酒收入 190 亿、同增 13%，略有放缓。预计销售量同增中低单位数，均价由于渠道结构调整等有所提升。2019Q1-Q3 实现系列酒收入 70 亿、同增 19%，其中 Q3 收入约 24 亿、同增 23%，较 Q2 增速明显加快；目前系列酒经销商清理基本完成，并于 Q3 补充部分经销商。分渠道看，2019Q3 批发渠道实现收入 199 亿、同增 14%，直销渠道实现收入 15 亿、同增 16%，三季度公司加强与阿里等电商以及 Costco、物美商超合作，直营放量有所加速，但整体仍有限。

■ **不必过于担心季度增速波动，业绩确定性强，具备提价空间**。Q3 公司通过经销商提前完成全年计划量以及多渠道直营发货，既有效匹配了中秋旺季需求，又将批价控制在 2200-2350 元较为健康的水平。展望未来，我们预计 2019Q4 经销商望提前执行 2020 年配额，全年剩余计划量将借由直营加速落地，匹配春节旺季需求，保证全年业绩确定性。有效管控渠道和批价，是渠道丰厚利润回归上市公司的前提，我们认为未来 1-2 年公司具备提价可能。

■ **风险因素**：高端酒景气不及预期，产能瓶颈。

■ **投资建议**：维持 2019-2021 年 EPS 预测为 35.09/40.95/47.31 元，按照 2021 年前提价 15%左右的假设，预计公司净利润将达到 700 亿左右。昨日收盘价已达到我们此前目标价 1200 元，三季度前市场对于茅台 Q3 放量判断分歧偏大，不排除三季度后股价有所震荡。我们认为，未来几年茅台望维持稳健增长，核心资产价值凸显，可看长做长。考虑年底估值切换，上调未来 6-12 个月目标价至 1400 元，对应 2021 年前提价假设下 PE 为 25 倍。

贵州茅台	600519
评级	买入（维持）
当前价	1,211.00 元
目标价	1400 元
总股本	1,256 百万股
流通股本	1,256 百万股
近 12 月绝对涨幅	84.28%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	61,062.76	77,199.38	91,615.05	103,971.95	117,905.09
营业收入增长率	52%	26%	19%	13%	13%
净利润(百万元)	27,079.36	35,203.63	44,078.11	51,436.60	59,433.83
净利润增长率	62%	30%	25%	17%	16%
每股收益 EPS(基本)(元)	21.56	28.02	35.09	40.95	47.31
毛利率%	90%	92%	92%	93%	93%
净资产收益率 ROE%	29.61%	31.20%	31.79%	30.71%	29.65%
每股净资产(元)	72.80	89.83	110.37	133.32	159.59
PE	56	43	34	29	25

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 15 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	61,063	77,199	91,615	103,972	117,905
营业成本	5,940	6,523	7,439	7,503	8,421
毛利率	90.27%	91.55%	91.88%	92.78%	92.86%
营业税金及附加	8,404	11,289	13,542	14,916	16,539
销售费用	2,986	2,572	3,319	3,460	3,688
营业费用率	4.89%	3.33%	3.62%	3.33%	3.13%
管理费用	4,721	5,326	6,289	7,117	7,376
管理费用率	7.73%	6.90%	6.86%	6.84%	6.26%
财务费用	(56)	(4)	(2,773)	(3,474)	(4,269)
财务费用率	-0.09%	0.00%	-3.03%	-3.34%	-3.62%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	38,940	51,343	63,628	74,252	85,915
营业利润率	63.77%	66.51%	69.45%	71.42%	72.87%
营业外收入	12	12	11	12	11
营业外支出	212	527	352	364	414
利润总额	38,740	50,828	63,287	73,900	85,512
所得税	9,734	12,998	16,002	18,717	21,716
所得税率	25.13%	25.57%	25.29%	25.33%	25.40%
少数股东损益	1,927	2,626	3,207	3,746	4,362
归属于母公司股东的净利润	27,079	35,204	44,078	51,437	59,434
净利率	44.35%	45.60%	48.11%	49.47%	50.41%

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	87,869	112,075	139,996	175,859	212,244
存货	22,057	23,507	33,138	29,442	33,635
应收账款	1,222	564	1,446	1,489	1,463
其他流动资产	1,101	1,716	2,136	1,947	2,301
流动资产	112,249	137,862	176,716	208,738	249,644
固定资产	15,244	15,249	16,314	17,380	18,446
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	3,459	3,499	3,499	3,499	3,499
其他长期资产	3,658	3,237	2,171	1,106	40
非流动资产	22,361	21,985	21,985	21,985	21,985
资产总计	134,610	159,847	198,701	230,722	271,628
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	992	1,178	1,619	1,414	1,647
其他流动负债	37,583	41,260	50,653	50,308	53,625
流动负债	38,575	42,438	52,271	51,722	55,271
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	0	0	0	0
非流动性负债	16	0	0	0	0
负债合计	38,590	42,438	52,271	51,722	55,271
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
归属于母公司所有者权益合计	91,452	112,839	138,653	167,477	200,472
少数股东权益	4,568	4,570	7,777	11,523	15,885
股东权益合计	96,020	117,408	146,430	179,000	216,357
负债股东权益总计	134,610	159,847	198,701	230,722	271,628

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	38,740	50,828	63,287	73,900	85,512
所得税支出	-9,734	-12,998	-16,002	-18,717	-21,716
折旧和摊销	1,126	1,175	0	0	0
营运资金的变化	-8,318	2,025	-1,102	3,293	-972
其他经营现金流	339	356	-2,771	-3,475	-4,269
经营现金流合计	22,153	41,385	43,412	55,002	58,555
资本支出	-1,125	-1,607	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	4	-22	0	0	0
投资现金流合计	-1,121	-1,629	0	0	0
发行股票	6	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	-13,817	-18,264	-18,264	-22,612	-26,439
其他融资现金流	4,912	1,823	2,773	3,474	4,269
融资现金流合计	-8,899	-16,441	-15,491	-19,138	-22,170
现金及现金等价物净增加额	12,133	23,315	27,921	35,864	36,385

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	52.07%	26.43%	18.67%	13.49%	13.40%
营业利润增长率	60.47%	31.85%	23.93%	16.70%	15.71%
净利润增长率	61.97%	30.00%	25.21%	16.69%	15.55%
毛利率	90.27%	91.55%	91.88%	92.78%	92.86%
EBITDA Margin	65.19%	67.36%	62.55%	64.13%	65.21%
净利率	44.35%	45.60%	48.11%	49.47%	50.41%
净资产收益率	29.61%	31.20%	31.79%	30.71%	29.65%
总资产收益率	20.12%	22.02%	22.18%	22.29%	21.88%
资产负债率	28.67%	26.55%	26.31%	22.42%	20.35%
所得税率	25.13%	25.57%	25.29%	25.33%	25.40%
股利支付率	51.02%	51.88%	51.30%	51.40%	51.53%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析师的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。