

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年07月15日
市场数据

目前股价	986.09
总市值（亿元）	12,387.24
流通市值（亿元）	12,387.24
总股本（万股）	125,620
流通股本（万股）	125,620
12个月最高/最低	1035.60/501.59

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

<<1Q19 业绩超预期，19 年目标达成游刃有余>> 2019-04-25

<<1Q19 预告业绩超预期，19 年目标达成游刃有余>> 2019-04-07

<<18 年业绩超预期，19 年乐观展望>> 2019-03-29

淡看波动，全年无虞

——贵州茅台（600519）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	89388	102405	121305
(+/-%)	15.8%	14.6%	18.5%
净利润	43045	50646	60324
(+/-%)	22.3%	17.7%	19.1%
摊薄 EPS	34.27	40.32	48.02
PE	29	24	20

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事项：**贵州茅台发布上半年主要经营数据公告。初步核算，2019 年上半年预计实现营业总收入 412 亿元、同比增长 16.9%，归属于上市公司股东的净利润 199 亿元、同比增长 26.2%。单季度看，2019Q2 营业总收入 187.19 亿元，同比增长 11%，归母净利润 86.79 亿元，同比增长 20%

- **投资观点：**

茅台酒报表确认量略有增长，实际发货量增幅较大。我们测算 2019Q2 报表确认量在 6800 吨左右，较去年报表确认量（6500 吨）略有增长。根据渠道跟踪，2019Q2 实际发货量 7000 吨左右，较去年同期实际发货量 5500 吨水平增幅较大。业绩增速高于营收，主要原因在于产品结构持续提升、直营比例增加以及增值税降低等。

预计预收款、现金流情况良好。茅台二季度末要求经销商提前打三个月预收款，且我们估算报表确认量与实际发货量基本一致，预收款环比应有较大增长、现金流情况也会有靓丽表现。

需求旺盛，飞天茅台批价稳中有升。六月下旬茅台短时间内放量 2000 吨相放量后价格没有出现明显回落，一周内回落 100 元左右，然后又回到 2000 元以上，说明产品需求旺盛，行业基本面良好，二季度收入放缓是报表确认原因，并非需求疲软。另外市场担心茅台批价达到 2012 年高点水平，但考虑物价以及消费升级因素，目前茅台价格仍然处在合理水平。

淡看季度波动，全年目标无虞。19 年增长驱动力来自于销量增长、结构提升、直营占比提升。2019Q2 实际发货量有较大幅度增长，生肖精品年份等高端品发货节奏正常，直营渠道增量较多，商超 KA 增量计划顺利进行，全年增长逻辑得到验证。随着下半年直营方案落地，全年增长目标无虞。

投资建议：我们预计 19-21 年公司收入分别为 894/1024/1213 亿元，同比

增长 16%/15%/19%；净利润分别为 430/506/603 亿元，同比增长 22%/18%/19%；对应 PE 为 29/24/20 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：宏观波动超预期、食品安全问题

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	61062.76	77199.38	89387.79	102404.61	121305.46	成长性					
营业成本	5940.44	6522.92	6737.50	7247.86	8292.33	营业收入增长	52.1%	26.4%	15.8%	14.6%	18.5%
营业费用	2986.07	2572.08	2681.63	2560.12	3639.16	营业成本增长	74.2%	9.8%	3.3%	7.6%	14.4%
管理费用	4720.54	5325.94	5363.27	5120.23	5458.75	营业利润增长	60.5%	31.9%	20.6%	17.9%	19.1%
研发费用	0.00	21.95	6.35	9.10	13.48	利润总额增长	61.7%	31.2%	21.2%	17.9%	19.1%
财务费用	-55.72	-3.52	-387.60	-497.64	-744.04	净利润增长	62.0%	30.0%	22.3%	17.7%	19.1%
其他收益	0.00	9.63	2.41	3.01	3.76	盈利能力					
投资净收益	0.00	0.00	0.97	0.24	0.30	毛利率(%)	90.3%	91.6%	92.5%	92.9%	93.2%
营业利润	38940.01	51342.99	61918.76	72993.49	86911.26	销售净利率(%)	47.5%	49.0%	51.5%	53.0%	53.3%
营业外收支	-199.94	-515.38	-295.09	-329.54	-334.99	ROE(%)	30.2%	32.2%	31.7%	29.0%	27.1%
利润总额	38740.07	50827.60	61623.67	72663.96	86576.27	ROIC(%)	29.6%	31.3%	31.4%	28.8%	27.0%
所得税	9733.65	12997.99	15570.18	18369.89	21913.62	运营效率					
少数股东损益	1927.06	2625.99	3008.57	3648.41	4338.49	销售费用/营业收入	4.9%	3.3%	3.0%	2.5%	3.0%
净利润	27079.36	35203.63	43044.92	50645.65	60324.16	管理费用/营业收入	7.7%	6.9%	6.0%	5.0%	4.5%
资产负债表 (百万)						研发费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动资产	112249.19	137861.84	162704.53	202646.93	254011.86	财务费用/营业收入	-0.1%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
货币资金	87868.87	112074.79	137527.67	173413.53	220892.77	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据及应收账款	1221.71	563.74	0.00	0.00	0.00	所得税/利润总额	25.1%	25.6%	25.3%	25.3%	25.3%
其他应收款	272.78	393.89	378.04	506.30	541.26	应收账款周转率	59.89	86.48	0.00	0.00	0.00
存货	22057.48	23506.95	23556.39	27071.92	30852.31	存货周转率	0.28	0.29	0.29	0.29	0.29
非流动资产	22360.93	21984.84	25398.73	28712.74	33304.45	流动资产周转率	0.60	0.62	0.59	0.56	0.53
固定资产	15244.10	15248.56	18385.75	21507.67	25898.74	总资产周转率	0.49	0.52	0.51	0.49	0.47
资产总计	134610.12	159846.67	188103.26	231359.66	287316.31	销售费用/营业收入	4.9%	3.3%	3.0%	2.5%	3.0%
流动负债	38574.92	42438.19	42905.14	43957.13	48425.18	偿债能力					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	28.7%	26.5%	22.8%	19.0%	16.9%
应付账款	992.06	1178.30	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.91	3.25	3.79	4.61	5.25
非流动负债	15.57	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.32	2.66	3.21	3.96	4.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	38590.49	42438.19	42905.14	43957.13	48425.18	EPS	21.56	28.02	34.27	40.32	48.02
股东权益	96019.63	117408.49	145198.12	187402.54	238891.13	每股净资产	72.80	89.83	109.55	140.25	177.78
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	每股经营现金流	24.61	33.28	38.10	41.52	52.68
留存收益	88226.90	109426.17	132003.42	158488.46	189995.38	每股经营现金/EPS	1.14	1.19	1.11	1.03	1.10
少数股东权益	4568.10	4569.92	7578.49	11226.90	15565.39	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和股东权益	134610.12	159846.67	188103.26	231359.66	287316.31	PE	40.13	30.87	25.42	21.86	18.17
现金流量表 (百万)						P/E	45.53	35.02	28.64	24.34	20.44
经营活动现金流	22153.04	41385.23	47856.61	52161.24	66176.95	PEG	2.14	1.10	0.78	1.05	1.04
其中营运资本减少	499.76	2456.54	1077.14	-3004.55	582.36	P/B	13.48	10.93	8.96	7.00	5.52
投资活动现金流	-1120.65	-1628.96	-4527.47	-4683.37	-6267.69	EV/EBITDA	30.88	23.14	18.70	15.44	12.48
其中资本支出	1125.02	1606.75	3413.89	3314.01	4591.71	EV/SALES	18.83	14.58	12.34	10.46	8.47
融资活动现金流	-8899.18	-16441.09	-17876.26	-11592.00	-12430.02	ROIC/WACC	2.79	2.95	2.97	2.74	2.59
净现金总变化	12133.29	23315.21	25452.88	35885.86	47479.24	REP	3.65	2.72	2.15	1.75	1.37

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，若给您造成不便，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>