

多措并举，批价理性回归，发货节奏拖累季度业绩略低预期

——贵州茅台三季度报点评

季报点评

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

王言海(联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

张向伟(联系人)

zhangxiangwei@xsdzq.cn

证书编号: S0280119090008

● 2019Q3 业绩增长略低预期，全年预期不改，维持“强烈推荐”评级

公司公布2019年三季报，实现营业总收入635.09亿元/+15.53%；归母净利润304.55亿元/+23.13%。2019Q3实现营收223.36亿元/+13.28%；归母净利润105.0亿元/+17.11%。预收账款112.55亿元，同比增长1%，环比下降8%；前三季度收入+预收款747.64亿元/+13%，主要可能系集团内部发货滞后，叠加经销商销售配额降低，拖累预收款项、现金流量和收入确认所致。我们预计公司2019~2021年实现归母净利润426.05/504.32/593.82亿元，同比增长21.0%/18.4%/17.7%，对应EPS为33.92/40.15/47.27元。当前股价对应2019~2020年的PE为28.4/24.0/20.4倍。高端白酒需求稳定，2019年全年业绩确定性高，维持“强烈推荐”评级。

● 2019Q3 确认发货量略增，非标发货或有提升，基酒产量稳定增长

2019Q3公司实现营收223.36亿元/+13.28%，量价拆分，在不考虑预收账款影响的前提下，我们预计三季度报表确认量约8700吨左右，约贡献5%的收入增长；非标发货加大推升吨价，价增约贡献8%的收入增长。基酒产量方面，据贵州茅台2020年度生产·质量大会的数据，2019年茅台酒基酒产量约4.99万吨，系列酒约2.36万吨，预计2024年茅台酒产量将达到4.24万吨，2020-2024年销量复合增长约6%。

● 多措并举引导批价理性回归，公司市场定价权提升

三季度以来飞天茅台批价快速上涨至2700元高位，抑制真实需求，为引导飞天茅台酒批价理性回归，一方面，加大“双节”旺季投放配额，加大供给(2018年7000吨，2019年7400吨)；另一方面，持续推进渠道运营结构改革：①多渠道加大平价(终端指导价1499)茅台销售，如向Costco超市上海店提供5吨茅台酒；电商平台招标(落地天猫超市、苏宁易购，还有一家尚待公布)，额度400吨；商超平台投放600吨茅台酒，三季度逐步发货。②加大32家自营店投放量(全年规划量近1500吨)，报告期内实现31亿元销售，对应近1000吨。公司多措并举引导批价理性回归，目前市场主流批价稳定在2200-2300元，公司市场话语权提升。

● 期间费用减少，盈利提高

报告期内毛利率91.5%，同升0.37pct，预计主要系猪年生肖茅台等非标发货量加大所致。销售费用率4.1%，同降1.06pct，预计系自营投放增加，经销渠道梳理，费用投放减少所致；管理费用率6.6%，同降0.11pct；净利率53.2%，同升2.33pct。2019Q3销售商品现金流入228亿元/-0.7%，主要可能系集团内部交易滞后发货所致。税金及附加占比12.5%(行业平均水平)，近期白酒消费税改革成为行业关注的焦点，然而目前征收环节后移尚有难度；茅台酒稀缺+金融投资属性，议价能力强；若后移，长期利于公司市场占有率提高。

● **风险提示：**白酒消费税税率大幅度增加风险，宏观经济下行致高端白酒需求下滑风险，限三公消费加剧风险，食品安全风险等。

财务摘要和估值指标

指标	TRUE	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	61,063	77,199	90,323	105,498	122,905
增长率(%)	52.1	26.4	17.0	16.8	16.5
净利润(百万元)	27,079	35,204	42,605	50,432	59,382
增长率(%)	62.0	30.0	21.0	18.4	17.7
毛利率(%)	90.3	91.6	91.4	92.4	92.3
净利率(%)	44.3	45.6	47.2	47.8	48.3
ROE(%)	30.2	32.2	31.5	29.0	26.8
EPS(摊薄/元)	21.56	28.02	33.92	40.15	47.27
P/E(倍)	44.6	34.3	28.4	24.0	20.4
P/B(倍)	13.2	10.7	8.8	6.9	5.5

强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.10.15
收盘价(元):	1,211.0
一年最低/最高(元):	509.02/1,215.68
总股本(亿股):	12.56
总市值(亿元):	15,212.56
流通股本(亿股):	12.56
流通市值(亿元):	15,212.56
近3月换手率:	16.8%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	14.14	19.88	58.07
绝对	13.23	22.81	83.97

相关报告

《需求支撑批价，全年业绩增长确定性高》2019-07-18

《业绩增速维持高位，渠道变革有望夯实定价基础》2019-04-25

《价格话语权强化，扬帆千亿基础扎实》2019-03-29

《全力冲刺千亿目标，预收款加速确认成为常态》2018-08-01

《“国酒”茅台，酒业龙头，行业晴雨表》2018-07-17

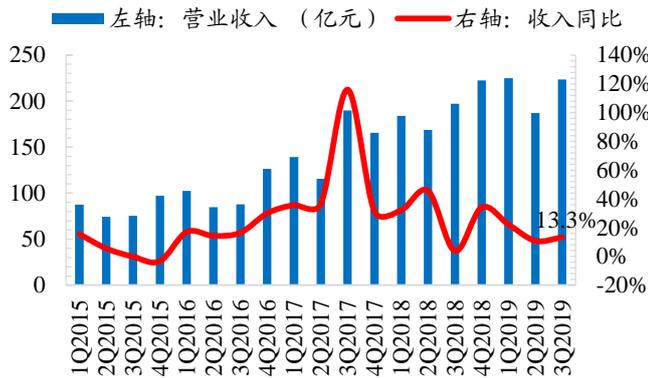
表1: 2018-2019年贵州茅台财务数据

单位: 百万元

	单季数据		三季报数据		原因分析
	2018Q3	2019Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	
营业收入	19,718	22,336	54,969	63,509	(1) 高端白酒需求稳定, 业绩持续释放。
%同比增长率	4%	13%	24%	16%	
营业成本	1,612	1,974	4,637	5,186	
%毛利率	91%	91%	91%	91%	
销售费用	646	627	2,846	2,614	(1) 自营投放增加, 经销渠道梳理, 费用投放减少所致。
%营业收入	3%	3%	5%	4%	
管理费用	1,231	1,424	3,684	4,139	
%营业收入	6%	6%	7%	7%	
财务费用	-0	1	-4	-1	(1) 期间费用降低, 盈利能力提高。
%营业收入	0%	0%	0%	0%	
营业利润	12,958	14,914	35,838	43,312	
%同比增长率	4%	15%	25%	21%	
利润总额	12,857	14,916	35,577	43,206	(1) 期间费用降低, 盈利能力提高。
%同比增长率	4%	16%	25%	21%	
所得税费用	3,207	3,700	9,006	10,794	
%实际税率	16%	17%	16%	17%	
净利润	9,650	11,215	26,571	32,412	(1) 期间费用降低, 盈利能力提高。
%同比增长率	4%	16%	24%	22%	
归母净利润	8,969	10,503	24,734	30,455	
%同比增长率	3%	17%	24%	23%	

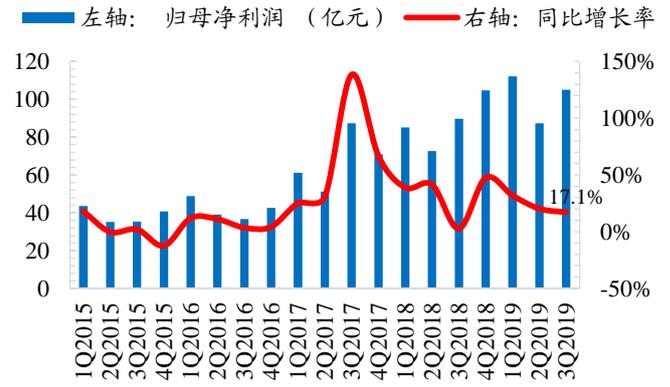
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图1: 2015Q1-2019Q3 单季营业收入及同比



资料来源: 公司季报, 新时代证券研究所

图2: 2015Q1-2019Q3 单季归母净利润及同比



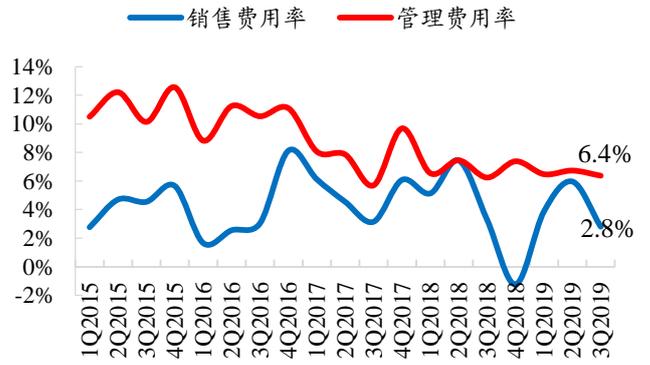
资料来源: 公司季报, 新时代证券研究所

图3: 2015Q1-2019Q3 单季毛利率



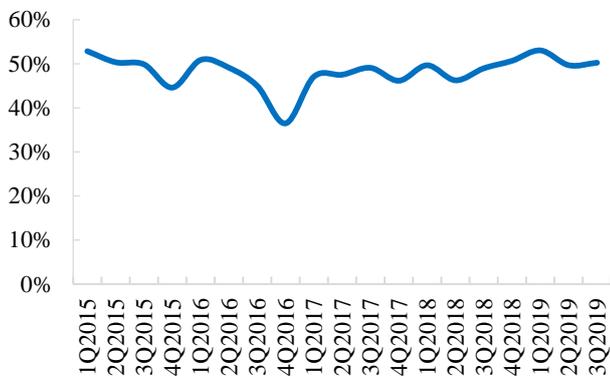
资料来源: 公司季报, 新时代证券研究所

图4: 2015Q1-2019Q3 单季销售费用率和管理费用率



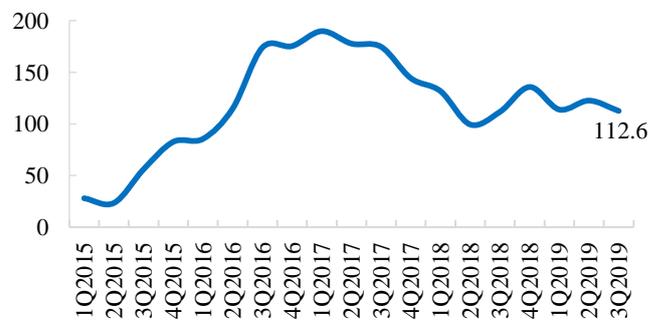
资料来源: 公司季报, 新时代证券研究所

图5: 2015Q1-2019Q3 单季净利率

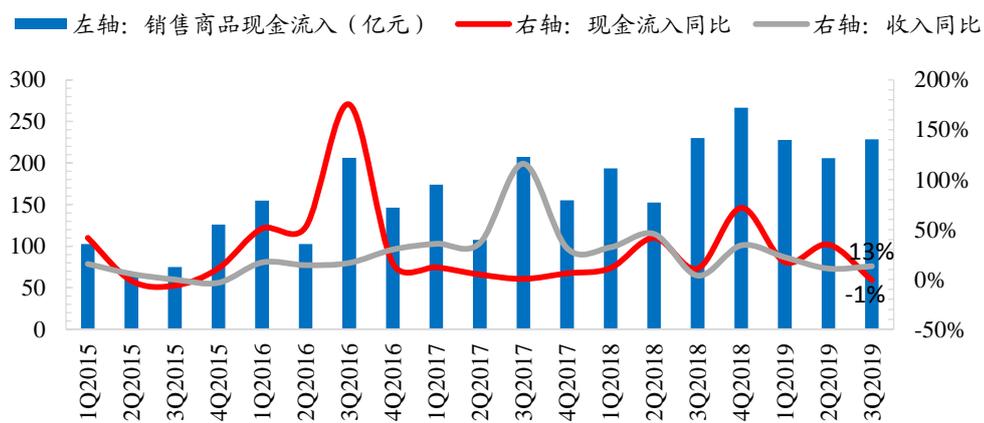


资料来源: 公司季报, 新时代证券研究所

图6: 2015Q1-2019Q3 公司预收账款 (百万元)



资料来源: 公司季报, 新时代证券研究所

图7： 2015Q1-2019Q3 销售商品现金流入及其同比增速

资料来源：公司季报，新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
TRUE	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
流动资产	112249	137862	159645	195726	242645	营业收入	61063	77199	90323	105498	122905
现金	87869	112075	134322	163363	211312	营业成本	5940	6523	7768	8049	9445
应收票据及应收账款合计	1222	564	0	0	0	营业税金及附加	8404	11289	12455	15399	17444
其他应收款	273	394	386	525	536	营业费用	2986	2572	3141	3539	4064
预付账款	791	1182	1226	1606	1716	管理费用	4721	5326	5848	5821	6360
存货	22057	23507	23571	30092	28940	研发费用	0	22	26	30	35
其他流动资产	38	140	140	140	140	财务费用	-56	-4	-200	-25	1
非流动资产	22361	21985	25789	29884	33954	资产减值损失	-8	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	15244	15249	18707	22492	26458	其他收益	0	10	2	3	4
无形资产	3459	3499	3407	3309	3207	投资净收益	0	0	1	0	0
其他非流动资产	3658	3237	3674	4083	4289	营业利润	38940	51343	61289	72687	85560
资产总计	134610	159847	185434	225610	276599	营业外收入	12	12	9	10	11
流动负债	38575	42438	40707	38907	39417	营业外支出	212	527	304	340	346
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	38740	50828	60994	72357	85225
应付票据及应付账款合计	992	1178	649	960	551	所得税	9734	12998	15411	18292	21572
其他流动负债	37583	41260	40057	37947	38867	净利润	29006	37830	45583	54065	63653
非流动负债	16	0	0	0	0	少数股东损益	1927	2626	2978	3633	4271
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	27079	35204	42605	50432	59382
其他非流动负债	16	0	0	0	0	EBITDA	37230	48641	58422	69302	81331
负债合计	38590	42438	40707	38907	39417	EPS(元)	21.56	28.02	33.92	40.15	47.27
少数股东权益	4568	4570	7548	11181	15452						
股本	1256	1256	1256	1256	1256						
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375						
留存收益	88227	109426	131773	158146	189161						
归属母公司股东权益	91452	112839	137180	175522	221730						
负债和股东权益	134610	159847	185434	225610	276599						

现金流量表(百万元)					
TRUE	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	22153	41385	45238	46610	66921
净利润	29006	37830	45583	54065	63653
折旧摊销	1126	1175	1124	1410	1726
财务费用	-56	-4	-200	-25	1
投资损失	0	0	-1	-0	-0
营运资金变动	-8318	2025	-1268	-8840	1541
其他经营现金流	395	359	0	0	0
投资活动现金流	-1121	-1629	-4927	-5504	-5796
资本支出	1125	1607	3804	4095	4070
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	4	-22	-1123	-1410	-1726
筹资活动现金流	-8899	-16441	-18063	-12065	-13175
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8899	-16441	-18063	-12065	-13175
现金净增加额	12133	23315	22247	29041	47949

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	52.1	26.4	17.0	16.8	16.5
营业利润(%)	60.5	31.9	19.4	18.6	17.7
归属于母公司净利润(%)	62.0	30.0	21.0	18.4	17.7
获利能力					
毛利率(%)	90.3	91.6	91.4	92.4	92.3
净利率(%)	44.3	45.6	47.2	47.8	48.3
ROE(%)	30.2	32.2	31.5	29.0	26.8
ROIC(%)	767.9	5056.1	1533.5	419.5	574.3
偿债能力					
资产负债率(%)	28.7	26.5	22.0	17.2	14.3
净负债比率(%)	-91.5	-95.5	-92.8	-87.5	-89.1
流动比率	2.9	3.2	3.9	5.0	6.2
速动比率	2.3	2.7	3.3	4.2	5.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	59.9	86.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.8	6.0	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	21.56	28.02	33.92	40.15	47.27
每股经营现金流(最新摊薄)	24.61	33.28	36.01	37.10	53.27
每股净资产(最新摊薄)	72.80	89.83	109.20	139.72	176.51
估值比率					
P/E	44.6	34.3	28.4	24.0	20.4
P/B	13.2	10.7	8.8	6.9	5.5
EV/EBITDA	30.2	22.6	18.5	15.2	12.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>