



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

贵州茅台 (600519):

业绩增速处于合理区间, 营销体系逐步理顺

2019年10月16日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 1170元

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

公司基本数据

总股本(亿股): 12.56

流通股本(亿股): 12.56

流通A股市值(亿元): 14760

每股净资产(元): 99.71

资产负债率(%): 19.52

贵州茅台与沪深300涨跌幅走势图



相关报告

- 1、茅台 (600519): 集团销售方案落地, 配额好于预期, 利于长期发展
- 2、茅台 (600519) 龙头地位稳固, 机遇与挑战并存
- 3、白酒业绩优异, 关注龙头及高成长标的 20190429
- 4、白酒演绎年报行情, 估值区间或收窄 20190402

事件: 公司发布2019年三季报, 报告期内实现营业收入609.35亿元, 同增16.64%; 归母净利润304.55亿元, 同增23.13%; 扣非净利润305.34亿元, 同增22.48%。收入增速略低于市场预期, 但处于合理区间。

茅台酒投放量低于预期, 系列酒增长提速。公司2019年三季度营收、净利润分别增长13.8%和17.1%, 增速较去年同期有较大幅度提升。分产品来看, 公司双轮驱动战略稳步推进, 前三季度茅台酒实现收入538.32亿元, 同比增长16.4%; 系列酒实现营收70.38亿元, 同比增长18.6%, 其中, 三季度茅台酒、系列酒营收分别增长12.8%及22.8%, 系列酒增长明显提速。按报表估计, 三季度茅台酒投放量在8400吨左右, 同比增长约2%, 低于市场预期; 由于捆绑销售等策略, 三季度非标占比明显提升, 吨价提升约10%。

直营投放逐步加速, 经销商持续减少。分渠道来看, 2019年前三季度公司直营销售额为31.03亿元, 同比下降19.83%, 直营比例为5.10%, 同比下降2.3个百分点, 其中, 三季度直营渠道销售额为15.01亿元, 同比增长16.11%, 直营比例为7.0%, 同比提升1.3个百分点。这主要是由于2019年公司重新制定了直营方案并拓展渠道种类, 政策出台前直营比例明显下滑, 但9月后公司加速落地直营投放, 招标6家商超(3家省内, 3家全国)及2家电商, 并与COSTCO合作销售, 在一个月內大幅提高直营投放量。报告期内, 公司继续整顿清理经销商, 前三季度共减少经销商616家, 其中系列酒经销商494家, 三季度减少23家茅台酒经销商。

毛利率因系列酒高增长下降, 净利率提升。2019年三季度公司毛利率为91.16%, 同比下降0.66个百分点, 主要是由于系列酒销售增长提速, 占比提高1.92个百分点所致。公司销售费用率为2.81%, 同比下降0.47个百分点, 茅台酒市场费用投放效率进一步提升; 管理费用率(含研发费用)为6.43%, 同比小幅提升0.15个百分点。结构升级、销售费用率下降叠加增值税率下降, 2019年三季度公司销售净利率50.21%, 同比提升1.27个百分点。销售商品提供劳务收到的现金228.39亿, 同比下滑0.73%, 三季

度末预收款112.6亿元，环比下降10亿元，主要与6月底公司集中打款以控制产品投放速度及部分经销商被取消资格有关。

需求仍然旺盛，开瓶率提升，四季度增长可期。公司于中秋旺季前加速落地直营投放，实现了普飞一批价格从超2500元/瓶降至2100元/瓶的有序回归，但从商超渠道放货后火爆排队、电商整点抢购“秒光”、节后一批价回升至2300元/瓶等现象来看，茅台酒的需求依然旺盛。此外，价格的有序回落及零售端的投放促进了实际消费，开瓶率提升，有利于公司的长期发展。在价格平抑初见成效、明年春节较早的背景下，我们认为公司大概率会动用明年配额并继续在电商、商超渠道上放量，从而巩固目前的批价水平，公司四季度增长可期。

投资建议：公司龙头地位稳固，需求旺盛，增速处于合理区间，营销体系逐步理顺，我们维持此前盈利预测不变，2019-21年EPS分别为34.95、39.89、47.58元，基于其成长能力以及公司2019年25-30倍PE，维持“推荐”评级。

风险提示：食品安全问题；公司经营业绩低于预期；公司改革效果不及预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；美联储货币政策变化；国内外资本市场波动风险。

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	77199	89449	103803	119373
增长率（%）	26.49	15.87	16.05	15.01
归母净利（百万元）	35203	43910	50106	59770
增长率（%）	30.00	24.73	13.11	19.29
每股收益（元）	28.02	34.95	39.89	47.58

资料来源：Wind，国开证券研究部

注：2019-2021年业绩为作者预测值。

盈利预测:

报表预测		单位: 百万元			
资产负债表					
	2018A	2019E	2020E	2021E	
货币资金	112075	137283	171604	220694	
应收账款及票据	564	368	427	654	
存货	23507	22653	31435	36307	
预付账款	1182	1480	2524	2777	
其他流动资产	534	361	368	402	
流动资产合计	137862	162145	206357	260833	
固定资产合计	15249	32102	46545	60891	
无形资产	3499	4096	4767	5487	
递延所得税资产	1049	1049	1049	1049	
其他非流动资产	2159	4919	5112	3312	
资产总计	159847	204341	263859	331601	
递延所得税资产	1178	1122	1635	1729	
资产总计	13577	9839	10380	11937	
短期借款	2035	3035	4934	5679	
应付票据及应付账款	10771	11628	13494	15518	
预收账款	14878	15322	17554	18288	
应付职工薪酬	42438	40946	47997	53153	
应交税费	1178	1122	1635	1729	
其他流动负债	13577	9839	10380	11937	
流动负债合计	2035	3035	4934	5679	
负债合计	42438	40946	47997	53153	
归属于母公司的所有者权益	112839	156755	206862	266632	
少数股东权益	4570	6639	9000	11816	
股东权益	117408	163394	215862	278449	
负债及股东权益	159847	204341	263859	331601	
现金流量表					
	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流净额	112839	156755	206862	266632	
资本性支出	4570	6639	9000	11816	
投资活动现金流净额	117408	163394	215862	278449	
现金净流量	159847	204341	263859	331601	

财务和估值数据摘要		单位: 百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	77199	89449	103803	119373	
营业成本	6659	7402	11474	12621	
毛利	70540	82046	92329	106752	
% 营业收入	91%	92%	89%	89%	
税金及附加	11289	12523	13494	14325	
% 营业收入	15%	14%	13%	12%	
销售费用	2572	4733	4671	4775	
% 营业收入	3%	5%	5%	4%	
管理费用	5326	6709	8304	9550	
% 营业收入	7%	8%	8%	8%	
研发费用	22	36	42	48	
% 营业收入	0%	0%	0%	0%	
财务费用	-4	-3766	-4653	-5905	
% 营业收入	0%	-4%	-4%	-5%	
营业利润	51343	61804	70456	83948	
% 营业收入	67%	69%	68%	70%	
营业外收支	-515	-499	-499	-499	
利润总额	50828	61305	69957	83449	
% 营业收入	66%	69%	67%	70%	
所得税费用	12998	15326	17489	20862	
净利润	37830	45979	52468	62587	
归母净利润	35204	43910	50106	59770	
少数股东损益	2626	2069	2361	2816	
EPS (元/股)	28.02	34.95	39.89	47.58	

基本指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS (元)	28.02	34.95	39.89	47.58
PE (倍)	21.05	33.47	29.33	24.59
PEG	0.70	1.35	2.08	1.27
PB (倍)	6.57	9.38	7.10	5.51
EV/EBITDA	11.98	22.48	19.33	15.72
ROE	31%	28%	24%	22%

数据来源: wind, 国开证券研究部

注: 收盘价格日期为2019年10月16日, 2019-2021年业绩为作者预测值。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层