

业绩符合预期，收入增速正常回落

——贵州茅台(600519.SH) 2019年中报点评

公司简报

◆事件:

贵州茅台发布2019年中报，2019H1公司实现营业总收入411.73亿元，同比增长16.8%；实现归属母公司净利润199.51亿元，同比增长26.56%。其中2019Q2实现营业总收入186.92亿元，同比增长10.89%；实现归属母公司净利润87.3亿元，同比增长20.29%。

◆点评:

业绩符合预期，预收账款环比提升：2019H1营业总收入同比增长16.8%，其中茅台酒实现收入347.95亿，同比增长18.4%，报表对应茅台酒上半年发货量约1.6万吨，同比增长约13%，非标茅台占比提升推动产品均价提高；系列酒实现收入46.55亿元，同比增长16.6%。虽然2019Q2收入同比增速10.89%、相较于2019Q1有一定放缓，但考虑到2019Q2预收账款环比增加8.7亿，而去年同期环比下降超32亿，二季度的增长质量更有保证，2019Q2预收款环比增加的原因预计与6月底接受经销商跨季度打款有关。2019Q2销售商品、提供劳务收到的现金为205.7亿，同比增长近35%。

毛利率提升+销售费用率下降推动盈利能力继续改善：2019Q2净利率为46.7%，同比提高近3pcts，主要得益于1)产品结构优化带来毛利率提升，2019Q2毛利率为91.95%，同比提高近0.9pcts；2)市场投入费用减少带来销售费用率下降，2019Q2销售费用率为6.2%，同比下降超过1.2pcts。

全年计划稳步推进，静待直销方案落地：按照年初制定的经营目标，2019年计划营业总收入同比增长14%，上半年增长水平超过全年计划，全年目标稳步推进。2019年上半年公司直销渠道仍在有序搭建，直销渠道实现营收16.02亿元，同比下降37.86%，静待直销方案落地之后的逐步放量。

◆盈利预测与估值:

公司上半年业绩符合预期，维持原有盈利预测，预计2019-21年EPS分别为33.18/39.44/46.59元，同比增长19.73%/18.87%/18.13%。当前股价对应2019-21年的PE分别为29x/24x/21x，维持“买入”评级。

◆风险提示:

经济波动影响需求；直营渠道扩建速度不达预期；食品安全事件等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	58,218	73,639	85,589	99,423	115,123
营业收入增长率	49.81%	26.49%	16.23%	16.16%	15.79%
净利润(百万元)	27,079	35,204	42,148	50,102	59,187
净利润增长率	61.97%	30.00%	19.73%	18.87%	18.13%
EPS(元)	21.32	27.71	33.18	39.44	46.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.61%	31.20%	30.95%	30.44%	29.96%
P/E	45	35	29	24	21
P/B	13.4	10.8	9.0	7.4	6.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2019年7月17日

买入(维持)

当前价: 963.50元

分析师

张喆 (执业证书编号: S0930519050003)
021-52523805
zhangzhe@ebcn.com

叶倩瑜 (执业证书编号: S0930517100003)
021-52523657
yeqianyu@ebcn.com

周翔 (执业证书编号: S0930518080002)
021-52523853
zhouxiang@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股): 12.56

总市值(亿元): 12103.49

一年最低/最高(元): 501.59/1035.60

近3月换手率: 23.41%

股价表现(一年)

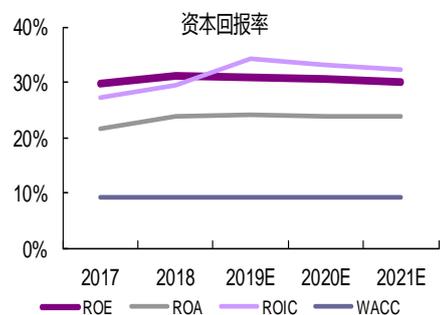
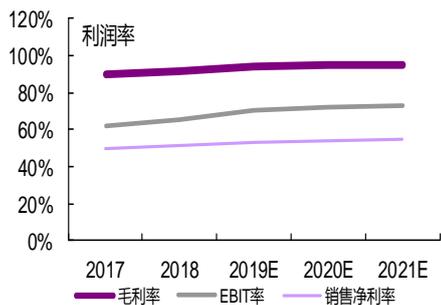


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.16	9.62	21.40
绝对	7.26	2.71	31.70

资料来源: Wind

相关研报



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	58,218	73,639	85,589	99,423	115,123
营业成本	5,940	6,523	5,211	5,300	5,472
折旧和摊销	1,126	1,175	1,235	1,263	1,283
营业税费	8,404	11,289	11,298	12,925	14,736
销售费用	2,986	2,572	2,739	3,132	3,454
管理费用	4,721	5,326	5,820	6,661	7,483
财务费用	-56	-4	-68	-272	-343
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	38,940	51,343	60,585	71,675	84,320
利润总额	38,740	50,828	60,197	71,337	83,982
少数股东损益	1,927	2,626	3,000	3,400	3,800
归属母公司净利润	27,079	35,204	42,148	50,102	59,187

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	134,610	159,847	187,984	224,738	265,568
流动资产	112,249	137,862	167,259	205,276	247,410
货币资金	87,869	112,075	146,174	183,280	224,659
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	0	0	0	0	0
应收票据	1,222	564	599	795	921
其他应收款	31	50	43	50	58
存货	22,057	23,507	19,281	19,877	20,412
可供出售投资	29	29	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15,244	15,249	14,713	14,020	13,195
无形资产	3,459	3,499	3,324	3,158	3,000
总负债	38,590	42,438	44,232	49,154	53,214
无息负债	38,590	42,438	44,232	49,154	53,214
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	96,020	117,408	143,752	175,584	212,354
股本	1,256	1,256	1,270	1,270	1,270
公积金	9,591	14,819	15,053	15,053	15,053
未分配利润	80,011	95,982	119,866	148,297	181,268
少数股东权益	4,568	4,570	7,570	10,970	14,770

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	22,153	41,385	52,860	58,555	67,282
净利润	27,079	35,204	42,148	50,102	59,187
折旧摊销	1,126	1,175	1,235	1,263	1,283
净营运资金增加	30,082	21,909	12,386	29,777	34,898
其他	-36,134	-16,902	-2,909	-22,588	-28,086
投资活动产生现金流	-1,121	-1,629	-25	-50	-30
净资本支出	-1,125	-1,607	-50	-50	-30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	4	-22	25	0	0
融资活动现金流	-8,899	-16,441	-18,736	-21,399	-25,873
股本变化	0	0	14	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	1,554	3,848	1,794	4,922	4,060
净现金流	12,133	23,315	34,099	37,105	41,379

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	49.81%	26.49%	16.23%	16.16%	15.79%
净利润增长率	61.97%	30.00%	19.73%	18.87%	18.13%
EBITDA 增长率	55.44%	31.64%	25.76%	17.67%	17.33%
EBIT 增长率	56.85%	32.49%	26.27%	17.99%	17.61%
估值指标					
PE	45	35	29	24	21
PB	13	11	9	7	6
EV/EBITDA	33	25	20	17	14
EV/EBIT	34	26	20	17	15
EV/NOPLAT	45	34	27	23	20
EV/Sales	21	17	14	12	11
EV/IC	12	10	9	8	6
盈利能力 (%)					
毛利率	89.80%	91.14%	93.91%	94.67%	95.25%
EBITDA 率	64.07%	66.68%	72.15%	73.09%	74.06%
EBIT 率	62.14%	65.08%	70.71%	71.82%	72.95%
税前净利润率	66.54%	69.02%	70.33%	71.75%	72.95%
税后净利润率 (归属母公司)	46.51%	47.81%	49.24%	50.39%	51.41%
ROA	21.55%	23.67%	24.02%	23.81%	23.72%
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.61%	31.20%	30.95%	30.44%	29.96%
经营性 ROIC	27.06%	29.32%	34.18%	33.20%	32.31%
偿债能力					
流动比率	2.91	3.25	3.78	4.18	4.65
速动比率	2.34	2.69	3.35	3.77	4.27
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	21.32	27.71	33.18	39.44	46.59
每股红利	10.88	14.38	17.06	20.64	24.30
每股经营现金流	17.44	32.58	41.61	46.10	52.97
每股自由现金流(FCFF)	-2.36	10.50	26.92	19.67	23.10
每股净资产	71.99	88.83	107.21	129.59	155.54
每股销售收入	45.83	57.97	67.38	78.27	90.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼