

公司点评

贵州茅台 (600519)

食品饮料 | 饮料制造

业绩增长符合预期，下半年直营放量可期

2019年07月18日

评级 推荐

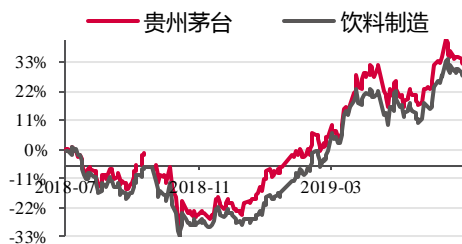
评级变动 调高

合理区间 925.29-993.83元

交易数据

当前价格(元)	963.50
52周价格区间(元)	509.02-1035.60
总市值(百万)	1210346.58
流通市值(百万)	1210346.58
总股本(万股)	125619.78
流通股(万股)	125619.78

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
贵州茅台	7.26	2.71	29.56
饮料制造	9.77	5.25	27.82

刘丛丛

分析师

执业证书编号: S0530519060001
liucc@cfzq.com

0731-89955776

张昕奕

研究助理

zhangxy@cfzq.com

0731-84403358

相关报告

- 《贵州茅台: 贵州茅台(600519.SH) 2018 年年报点评: 直营渠道与结构升级打开业绩增长空间》 2019-04-01
- 《贵州茅台: 贵州茅台(6000519.SH) 2018 年三季报点评: 发货节奏影响单季业绩, 供需未见明显变化》 2018-11-01
- 《贵州茅台: 强劲需求拉动业绩超预期-2017 年三季报点评》 2017-10-27

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(亿元)	610.63	771.99	922.15	1106.57	1272.56
净利润(亿元)	270.79	352.04	430.52	530.74	621.15
每股收益(元)	21.56	28.02	34.27	42.25	49.45
每股净资产(元)	72.80	89.83	105.89	135.47	170.08
P/E	42.30	32.54	26.61	21.58	18.44
P/B	12.53	10.15	8.61	6.73	5.36

资料来源: 贝格数据, 财富证券

事件: 2019年7月17日, 贵州茅台(600519.SH)公布2019年半年报。

投资要点:

➢ 业绩增长符合预期, 非标拉动毛利改善。

公司2019年上半年实现营收411.73亿元, 同比增长16.80%, 增速超全年营收目标增速, 除了茅台酒销量稳步增长之外, 非标产品占比提升拉升吨价也是原因之一。2019年上半年实现归母净利润199.51亿元, 同比增长26.56%; 实现扣非后的归母净利润200.31亿元, 同比增长26.11%, 业绩增长符合市场预期。单从二季度来看, 2019Q2实现营收186.92亿元, 同比增长10.89%; 实现归母净利润87.30亿元, 同比增长20.29%; 二季度末预收账款122.6亿, 同比增长23.30%, 结合茅台经销商持续减少的情况来看, 预收账款表现稳健。单二季度受基期因素和发货节奏变化影响, 增速环比放缓。

受益于高附加值非标产品营收占比的提升, 公司2019H1销售毛利率同比提升0.93个百分点至91.87%; 2019H1销售净利率改善显著, 同比提升3.01个百分点至53.68%, 市场投入费用减少推动销售费用率下行是主要原因(同比下降1.41个百分点至4.83%), 此外管理费用率也下降0.38个百分点至6.60%。

➢ 产品结构持续优化, 直销落地放量可期。

分产品来看, 茅台酒/系列酒分别实现营收347.95/46.55亿元, 同比增长18.42%/16.58%, 生肖酒等非标产品销量增长拉动产品结构升级。分渠道来看, 直销/经销渠道分别实现营收16.02/378.38亿元, 分别同比变化-37.86%/22.85%。直营比例同比大幅下滑, 预计与上半年公司直营渠道调整方案未落地有关。

提升直营渠道营收占比、推进渠道扁平化发展是公司2019年的重要战略之一, 今年经销渠道的茅台酒配额变化不大, 剩余配额以及今年新增的配额预期将投放至直销渠道, 下半年直销比例提升将进一步改善利润。经销渠道方面, 随着公司对管理体系、不合规经销商的大力整顿, 年初至今经销商数量净减少572家, 目前拥有茅台经销权的经销商共2415家。

➤ 盈利预测与投资建议。

近期茅台终端价接连创新高，意味着茅台酒的市场需求保持旺盛，发货节奏与基期因素造成的短期增速放缓，并不影响全年业绩稳健增长。展望下半年，一方面进入中秋旺季且 2018 年基数较低，业绩增速将环比改善；另一方面随着直销方案落地，直营销售比例提升将进一步增厚业绩，综合来看下半年业绩有望超预期增长。

长期来看，公司作为高端白酒龙头，具有高品牌力、高渠道利润、高定价权等优势，未来价量齐升的确定性较强，因此我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 922.15/1106.58/1272.56 亿元，净利润分别为 430.52/530.74/621.15 亿元，对应 EPS 分别为 34.27/42.25/49.45 元，对应当前股价 PE 分别为 28/22/19 倍。参考公司基本面情况以及未来业绩的增长空间，给予公司 2019 年 27-29 倍估值，合理区间为 925.29-993.83 元，调高至“推荐”评级。

➤ 风险提示：食品安全风险；消费者需求下滑风险；白酒政策风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438