贵州茅台（600519.SH）

19Q2 高基数下增速放缓，渠道和产品结构优化保障全年业绩稳增长

- **直销和非标占比提升推动 19H1 收入稳增长，19Q2 高基数下增速放缓**

公司公告 19H1 预计实现营业总收入 412 亿元，同比增长 16.9%；预计实现归母净利润 199 亿元，同比增长 26.2%。18H1 确认较多预收账款导致基数高，我们预计 19H1 报表端茅台酒销量基本持平或小个位数增长，收入增长主要源于直销和非标占比提升。19Q2 预计实现营业总收入 187.19 亿元，同比增长 11.05%；预计实现归母净利润 86.79 亿元，同比增长 19.59%。收入和业绩增速较 19Q1 有所放缓，一方面，据公司 18 年年报和 19Q1 季报，公司取缔了 500 多家经销商，暂时对发货量有所影响，另一方面是因 18Q2 确认预收账款较多基数比较高。18Q2 公司预收款环比下降了 32.32 亿元，预收款确认导致报表端销量高于实际发货量，我们预计 19Q2 报表端销量与去年持平或者略有下滑，收入的增长主要来源于直销渠道和非标产品占比提升以及增值税率下调所带来的茅台酒均价提升，预计提升幅度在 10%+。

- **渠道结构优化保障今年业绩高增长，明年产能释放收入有望加速**

据 18 年年报，19 年收入目标 14%左右，茅台酒销量目标 3.1 万吨左右，我们认为公司通过渠道结构优化有望完成目标，我们预计今年收入同比增长 15%+。据 16 年年报，16 年茅台酒基酒产量达 39313 吨，同比增长 22%，因此我们预计明年开始公司产能有望逐渐释放。目前多地茅台酒批价维持在 2000 元以上，渠道利润甚至超过了公司的利润，不排除明年提出厂价的可能性。

- **盈利预测**

我们预计 19-21 年公司收入分别为 911.51/1115.20/1320.74 亿元，同比增长 18.07%/22.35%/18.43%；净利润分别为 436.54/547.13/656.87 亿元，同比增长 24.00%/25.34%/20.06%；EPS 分别为 34.75/43.55/52.29 元/股，对应 PE 为 28/23/19 倍，公司品牌护城河高筑，未来 3 年盈利稳定性强，我们给予 2019 年 30 倍的 PE，合理价值 1043 元每股，维持买入评级。

- **风险提示：宏观经济放缓，消费升级低于预期，食品安全风险。**

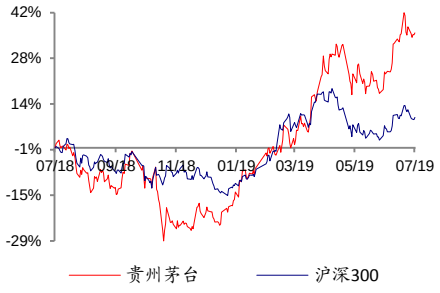
盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	61,063	77,199	91,151	111,520	132,074
增长率(%)	52.1	26.4	18.1	22.3	18.4
EBITDA(百万元)	40,002	52,507	64,002	79,849	95,571
净利润(百万元)	27,079	35,204	43,654	54,713	65,687
增长率(%)	62.0	30.0	24.0	25.3	20.1
EPS（元/股）	21.56	28.02	34.75	43.55	52.29
市盈率（P/E）	32.36	21.05	28.38	22.64	18.86
市净率（P/B）	9.58	6.57	8.88	7.11	5.76
EV/EBITDA	19.71	11.98	17.04	13.11	10.41

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	986.09 元
合理价值	1043 元
前次评级	**买入**
报告日期	2019-07-14

相对市场表现



分析师： 王永锋
SAC 执证号：S0260515030002
SFC CE No. BOC780
010-59136605
wangyongfeng@gf.com.cn

分析师： 王文丹
SAC 执证号：S0260516110001
SFC CE No. BGA506
01059136617
wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

贵州茅台（600519.SH）:茅台酒均价提升，推动一季度业绩保持较快增长	2019-04-25
贵州茅台（600519.SH）:直销和非标占比提升，推动一季度业绩超预期	2019-04-07
贵州茅台（600519.SH）:优化渠道和产品结构，19 年收入有望稳健增长	2019-03-29

联系人：袁少州 010-59136617
yuanshaozhou@gf.com.cn

公司公告2019H1预计实现营业总收入412亿元，同比增长16.9%；预计实现归母净利润199亿元，同比增长26.2%。2019Q2预计实现营业总收入187.19亿元，同比增长11.05%；预计实现归母净利润86.79亿元，同比增长19.59%。我们点评如下：

1、直销和非标占比提升推动 19H1 收入稳增长，19Q2 增速有所放缓因去年同期确认预收款基数较高

公司公告2019H1预计实现营业总收入412亿元，同比增长16.9%；归母净利润199亿元，同比增长26.2%。2019H1公司收入保持了较快的增长，去年上半年确认较多预收账款导致基数高（尤其是二季度），我们预计公司报表2019H1茅台酒销量基本持平或小个位数增长，收入增长主要源于直销和非标占比提升：据公司2018年底经销商大会，公司未来将不再增加1.7万吨的经销商计划，茅台酒增量用于扩展直销渠道和调增高附加值产品占比。因此我们预计公司2019H1加大了直销渠道和非标产品的投放，推动了茅台酒均价的提升，公司净利率同比提升了3.58个PCT，业绩增速超过了收入增速。另外，2018H1确认较多出厂价819元的预收账款，去年部分提价效应在2019上半年体现。

2019Q2预计实现营业总收入187.19亿元，同比增长11.05%；预计实现归母净利润86.79亿元，同比增长19.59%。收入和业绩增速较一季度有明显的放缓，一方面，据公司年报和19Q1季报，公司取缔了500多家经销商，暂时对发货量有所影响，另一方面是因公司去年二季度确认预收账款较多基数比较高。2018Q2公司预收款环比下降了32.32亿元，预收款确认导致报表端销量高于实际发货量，估算该部分差额可能在1500吨以上。因此我们预计2019Q2报表端销量与去年持平或者略有下滑，收入的增长主要来源于直销渠道和非标产品占比提升以及二季度开始增值税率下调所带来的均价提升，预计二季度茅台酒均价提升幅度在10%以上。

公司2019H1茅台酒基酒产量34400吨，同比增长13.07%；系列酒基酒产量10900吨，同比增长20.54%，均保持了良好的增长态势，保障了公司未来几年的销量增长。

2、渠道结构优化保障今年业绩高增长，明年产能释放收入有望加速

2019年是公司渠道结构变革的重要节点，结构的优化将保障业绩高增长。据公司18年年报，2019年茅台酒销量计划3.1万吨左右，公司收入目标增长14%左右。但根据公司历史公告，我们认为该目标均为较保守目标，公司有能力通过跨期调配等方式对成品酒产量在一定范围内进行调整，因此我们预计2019年度茅台酒实际销量有望略高于计划量，较2018年持平或略有增长。公司年报披露，2018年减少了茅台酒经销商437家，2019Q1继续减少了39家，我们预计该部分的额度一部分用于增加直销比例。据微酒，公司目前已经公开招商，首批直供商超600吨/年，我们预计2019年公司直销战略将逐步落地，我们预计2019年直销占比有望提升至20%以上。我们

认为在销量增幅有限的前提下，公司提高直销占比将显著提升产品均价，2019年茅台酒收入有望实现15%以上增长。

系列酒2019年调整结构突出大单品，收入有望增长15%以上。据公司2018年底的经销商大会，系列酒2019年销量目标3万吨左右，收入目标为100亿元（含税），我们认为在不增量的情况下，公司将进一步调整优化产品结构以突出大单品，我们预计2019年系列酒收入有望同比增长15%以上。

根据茅台酒工艺，四年前生产的基酒除了少部分留存作老酒外，其余用于勾兑成商品酒出厂。2020年公司商品酒对应的是2016年茅台酒基酒，据16年年报，16年茅台酒基酒产量达39313吨，较2015年增长22%，因此我们预计明年开始公司产能有望逐渐释放。据国酒财经，目前多地茅台酒批价维持在2000元以上，渠道利润甚至超过了公司的利润，回溯公司多年来的提价历史，当渠道利润过高时公司便会选择提价，因此我们不排除明年公司提出厂价的可能性，明年收入有望加速。

3、盈利预测

我们重申继续看好茅台原因：（1）茅台品牌力护城河高筑，个人消费占比不断提升后，茅台周期属性弱化，消费龙头属性、奢侈品属性和投资属性增强，公司强有力的定价权可保障茅台龙头地位强者恒强。（2）公司近一年来取缔数百家不合格经销商，有利于公司的长远发展，收回的额度使得公司有足够多的方式保障未来3年业绩的稳健增长。（3）公司加大直销渠道布局后，未来管控批价和终端成交价的能力提升，消除价格波动幅度过大带来的风险，有助于公司和白酒行业长期健康发展。

我们预计2019-2021年公司收入分别为911.51/1115.20/1320.74亿元，同比增长18.07%/22.35%/18.43%；净利润分别为436.54/547.13/656.87亿元，同比增长24.00%/25.34%/20.06%；EPS分别为34.75/43.55/52.29元/股，对应PE为28/23/19倍，公司品牌护城河高筑，未来3年盈利稳定性强，我们给予2019年30倍的PE，合理价值1043元每股，维持买入评级。

风险提示：宏观经济放缓幅度超出预期，会影响白酒商务消费需求。消费升级低于预期。批价下行超出预期。食品安全风险。

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**112,249**	**137,862**	**173,992**	**221,881**	**276,417**
货币资金	87,869	112,075	148,021	192,218	243,803
应收及预付	2,013	1,746	2,257	2,659	3,026
存货	22,057	23,507	23,180	26,383	28,878
其他流动资产	310	534	534	622	710
非流动资产	**22,361**	**21,985**	**19,985**	**18,231**	**16,478**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	15,244	15,249	14,164	13,079	11,995
在建工程	2,016	1,954	1,354	754	154
无形资产	3,459	3,499	3,433	3,364	3,296
其他长期资产	1,642	1,283	1,033	1,033	1,033
资产总计	**134,610**	**159,847**	**193,976**	**240,112**	**292,896**
流动负债	**38,575**	**42,438**	**46,651**	**53,992**	**61,189**
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	15,421	14,755	17,134	20,869	24,602
其他流动负债	23,154	27,683	29,516	33,123	36,587
非流动负债	**16**	**0**	**0**	**0**	**0**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	0	0	0	0
负债合计	**38,590**	**42,438**	**46,651**	**53,992**	**61,189**
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	88,227	109,426	136,080	170,793	211,480
归属母公司股东权益	91,452	112,839	139,499	174,213	214,899
少数股东权益	4,568	4,570	7,826	11,908	16,807
负债和股东权益	**134,610**	**159,847**	**193,976**	**240,112**	**292,896**

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**61,063**	**77,199**	**91,151**	**111,520**	**132,074**
营业成本	6,076	6,659	6,776	7,712	8,441
营业税金及附加	8,404	11,289	12,761	15,613	18,490
销售费用	2,986	2,572	2,826	3,457	4,094
管理费用	4,702	5,326	5,925	6,022	6,604
研发费用	18.75	21.95	27.35	33.01	39.01
财务费用	-55.72	-3.52	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-8.05	1.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	**38940.0**	**51342.9**	**62836.7**	**78682.9**	**94405.2**
营业外收支	-199.94	-515.38	-290.00	-290.00	-290.00
利润总额	**38,740**	**50,828**	**62,547**	**78,393**	**94,115**
所得税	9,734	12,998	15,637	19,598	23,529
净利润	**29,006**	**37,830**	**46,910**	**58,795**	**70,586**
少数股东损益	1,927	2,626	3,256	4,081	4,900
归属母公司净利润	**27,079**	**35,204**	**43,654**	**54,713**	**65,687**
EBITDA	40002.0	52506.5	64002.3	79848.8	95571.3
EPS（元）	21.56	28.02	34.75	43.55	52.29

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**22,153**	**41,385**	**52,642**	**63,899**	**76,289**
净利润	29,006	37,830	46,910	58,795	70,586
折旧摊销	1,126	1,175	1,166	1,166	1,166
营运资金变动	-8,318	2,025	4,029	3,648	4,246
其它	339	356	537	290	290
投资活动现金流	**-1,121**	**-1,629**	**298**	**298**	**297**
资本支出	-1,125	-1,607	295	298	297
投资变动	0	0	0	0	0
其他	4	-22	3	0	0
筹资活动现金流	**-8,899**	**-16,441**	**-16,993**	**-20,000**	**-25,000**
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	6	0	0	0	0
其他	-8,905	-16,441	-16,993	-20,000	-25,000
现金净增加额	**12,133**	**23,315**	**35,947**	**44,197**	**51,585**
期初现金余额	**62,795**	**74,928**	**112,075**	**148,021**	**192,218**
期末现金余额	**74,928**	**98,243**	**148,021**	**192,218**	**243,803**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	52.1	26.4	18.1	22.3	18.4
营业利润增长	60.5	31.9	22.4	25.2	20.0
归母净利润增长	62.0	30.0	24.0	25.3	20.1
获利能力					
毛利率	90.1	91.4	92.6	93.1	93.6
净利率	47.5	49.0	51.5	52.7	53.4
ROE	29.6	31.2	31.3	31.4	30.6
偿债能力(%)					
资产负债率	28.7	26.5	24.0	22.5	20.9
净负债比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	2.91	3.25	3.73	4.11	4.52
速动比率	2.32	2.67	3.21	3.60	4.02
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.52	0.52	0.51	0.50
应收账款周转率	59.89	86.48	86.48	86.48	86.48
存货周转率	0.28	0.29	0.29	0.29	0.29
每股指标（元）					
每股收益	21.56	28.02	34.75	43.55	52.29
每股经营现金流	17.63	32.94	41.91	50.87	60.73
每股净资产	72.80	89.83	111.05	138.68	171.07
估值比率					
P/E	32.36	21.05	28.38	22.64	18.86
P/B	9.58	6.57	8.88	7.11	5.76
EV/EBITDA	19.71	11.98	17.04	13.11	10.41

广发食品饮料研究小组

王永锋： 首席分析师，经济学硕士，10 年证券行业工作经验。2017 年食品饮料最佳分析师新财富第 3 名。
王文丹： 联席首席分析师，经济学硕士，4 年证券行业工作经验。2017 年食品饮料最佳分析师新财富第 3 名团队成员。
刘景瑜： 研究助理，统计学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。2017 年食品饮料最佳分析师新财富第 3 名团队成员。
陈 涛： 研究助理，统计学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
袁少州： 研究助理，经济学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明:（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场;（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。