贵州茅台（600519.SH）

直营占比提高推升茅台酒均价，全年业绩有望维持较快增长

- **加大直营渠道发货提升茅台酒均价，19Q3 收入业绩维持稳健增长**

公司公告 19 前三季度总收入 635.09 亿元，同比增长 15.53%；归母净利润 304.55 亿元，同比增长 23.13%。2019Q3 总收入 223.36 亿元，同比增长 13.28%；归母净利润 105.04 亿元，同比增长 17.11%。我们预计 19Q3 报表端茅台酒销量持平或小个位数增长，收入增长主要源于直营占比提高推升茅台酒均价。19Q3 预收账款 112.55 亿元，同比增长 0.79%。理论上公司取缔了数百家经销商，若按正常节奏打款预收款应当有所下降。但由于下游需求旺盛、批价持续高位运行，公司为抑制批价过快上涨在三季度末要求大商提前打明年部分货款。19 年前三季度经营活动产生的现金流量净额 273.15 亿元，同比下降 3.21%，这主要是因为金融类经营活动流入大幅下降所致，与主营业务无关。业绩增长快于收入因费用率和营业税金及附加占比下降，前三季度销售费用率同比下降 1.06pct，营业税金及附加占收入比下降 1.78pct 至 12.51%。

- **直营占比提升保障全年经营目标实现，明年产能释放收入有望稳健增长**

据 18 年年报，19 年收入目标 14%左右，茅台酒销量目标 3.18 万吨左右，我们认为公司通过渠道结构优化有望完成目标，今年收入有望增长 15%左右。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 2100-2300 元，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 898.27/1062.22/1260.73 亿元，同比增长 16.36%/18.25%/18.69%，归母净利润分别为 429.80/522.58/627.14 亿元，同比增长 22.09%/21.58%/20.01%，EPS 分别为 34.21/41.60/49.92 元/股，按最新收盘价对应 PE 为 35/29/24 倍。公司品牌护城河高筑，未来 3 年盈利稳定性强，我们给予 2020 年 34 倍 PE，合理价值 1414 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。**

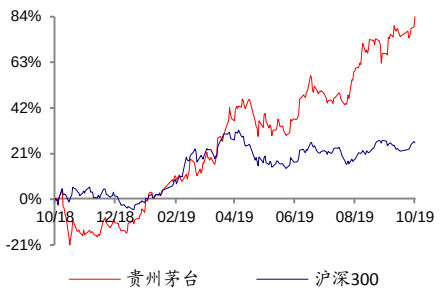
盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	61,063	77,199	89,827	106,222	126,073
增长率(%)	52.1	26.4	16.4	18.3	18.7
EBITDA(百万元)	40,002	52,507	63,037	76,330	91,313
净利润(百万元)	27,079	35,204	42,980	52,258	62,714
增长率(%)	62.0	30.0	22.1	21.6	20.0
EPS（元/股）	21.56	28.02	34.21	41.60	49.92
市盈率（P/E）	32.36	21.05	35.39	29.11	24.26
市净率（P/B）	9.58	6.57	10.96	8.89	7.29
EV/EBITDA	19.71	11.98	21.80	17.47	14.07

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	1211.0 元
合理价值	1414 元
前次评级	**买入**
报告日期	2019-10-15

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
010-59136617
wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

贵州茅台（600519.SH）:茅台集团关联交易落地，上市公司直营比例有望进一步提升 2019-08-11

贵州茅台（600519.SH）:直营及非标放量提升茅台酒均价，全年业绩有望保持较快增长 2019-07-18

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 2019-07-14

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

公司公告2019年前三季度实现营业总收入635.09亿元，同比增长15.53%；归母净利润304.55亿元，同比增长23.13%。2019Q3营业总收入223.36亿元，同比增长13.28%；归母净利润105.04亿元，同比增长17.11%。我们点评如下：

1、加大直营渠道发货提升茅台酒均价，19Q3 收入业绩维持稳健增长

公司公告2019年前三季度实现营业总收入635.09亿元，同比增长15.53%；2019Q3营业总收入223.36亿元，同比增长13.28%。2019年前三季度茅台酒收入538.32亿元，同比增长16.36%；2019Q3茅台酒收入190.38亿元，同比增长12.77%。我们预计公司报表2019Q3茅台酒销量基本持平或小个位数增长，但三季度中秋国庆旺季公司为抑制批价过快上涨加大了对于直营渠道的投放（包括自营店、高铁机场店、股份公司团购、商超电商等），叠加非标占比提高，我们预计茅台酒均价提升10%以上，保障了收入的稳健增长。2019年前三季度系列酒收入70.38亿元，同比增长18.61%；其他业务收入（金融类）25.74亿元，同比下降5.65%。据茅台时空，2019年茅台酒基酒产量49900吨，同比增长0.4%；系列酒基酒产量23600吨，同比增长15.12%。

2019Q3预收账款112.55亿元，同比增长0.79%，环比19Q2微幅下降10个亿左右。理论上公司取缔了数百家经销商，若按正常节奏打款预收款应当有所下降。但由于下游需求旺盛、批价持续高位运行，公司为抑制批价过快上涨在三季度末要求大商提前打明年部分货款，公司此举是希望加快经销商出货以压低批价。

公司2019年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金661.68亿元，同比增长14.84%。公司19年前三季度经营活动产生的现金流量净额273.15亿元，同比下降3.21%，这主要是因为金融类经营活动流入大幅下降所致。2019年前三季度金融类经营活动流入20.61亿元，同比下降80.94%，去年同期基数较高主要是因为集团财务公司归集集团下属各子公司资金大幅增加，与公司白酒主业经营无关。

公司2019年前三季度归母净利润304.55亿元，同比增长23.13%，2019Q3归母净利润105.04亿元，同比增长17.11%。公司2019年前三季度净利润增速明显快于收入因为销售费用率下降、营业税金及附加占比下降和毛利率提升所致。得益于茅台酒产品均价提升和系列酒结构升级，前三季度毛利率同比提升0.37pct至91.49%。前三季度期间费用率同比下降1.33pct至11.19%，其中销售费用率同比下降1.06pct至4.12%，我们认为主要是因为公司减少了对于系列酒的费用投放，管理费用率因规模效应同比下降0.11pct至6.62%。营业税金及附加占收入比下降1.78pct至12.51%，我们认为这可能是因为消费税缴税与收入确认节奏不一致，近两年该比例在14%上下。

2、直营占比提升保障全年经营目标实现，明年产能释放收入有望稳健增长

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较快增长。据公司公告，2019年茅台酒销量计划3.18万吨左右，公司收入目标增长14%左右。但据公司历史公告，我们认为该目标较保守，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。据公司年报和季报披露，2018年Q4减少了茅台酒经销商437家，2019前三季度继续减少了134家，另据公司回复函，我们估算2019年集团营销公司销量将低于3000吨，其余收回的额度将主要用于直营渠道，我们预计2019年直营占比有望大幅提升。我们认为在销量增幅有限的前提下，公司提高直营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%左右。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%左右。

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，2016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。据国酒财经等媒体，目前多地茅台酒批价在2100-2300元，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，明年收入有望稳健增长。

3、盈利预测

我们重申继续看好茅台的长期原因：（1）茅台品牌力护城河高筑，民间消费占比不断提升后，茅台周期属性弱化，消费龙头属性、奢侈品属性和投资收藏属性增强，茅台品牌占领消费者心智能力进一步加强，公司强有力的定价权可保障茅台龙头地位强者恒强。（2）公司加大直营渠道布局后，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。

我们略微下调盈利预测，我们预计19-21年公司收入分别为898.27/1062.22/1260.73亿元，同比增长16.36%/18.25%/18.69%，归母净利润分别为429.80/522.58/627.14亿元，同比增长22.09%/21.58%/20.01%，EPS分别为34.21/41.60/49.92元/股，按最新收盘价对应PE为35/29/24倍。公司品牌护城河高筑，未来3年盈利稳定性强，我们给予2020年34倍PE，合理价值1414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**	**172,805**	**216,587**	**267,686**
货币资金	87,869	112,075	147,023	187,967	236,204
应收及预付	2,013	1,746	2,233	2,550	2,905
存货	22,057	23,507	23,020	25,471	27,892
其他流动资产	310	534	528	599	684
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**	**192,789**	**234,818**	**284,164**
流动负债	**38,575**	**42,438**	**46,187**	**52,060**	**59,014**
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	15,421	14,755	16,894	19,894	23,500
其他流动负债	23,154	27,683	29,294	32,166	35,514
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**	**46,187**	**52,060**	**59,014**
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	135,406	167,664	205,378
归属母公司股东权益	91,452	112,839	138,826	171,084	208,798
少数股东权益	4,568	4,570	7,776	11,674	16,352
负债和股东权益	**134,610**	**159,847**	**192,789**	**234,818**	**284,164**

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**	**89,827**	**106,222**	**126,073**
营业成本	6,076	6,659	6,729	7,445	8,153
营业税金及附加	8,404	11,289	12,576	14,871	17,650
销售费用	2,986	2,572	2,785	3,293	3,782
管理费用	4,702	5,326	5,839	5,417	6,304
研发费用	19	22	27	31	37
财务费用	-56	-4	0	0	0
资产减值损失	-8	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	**38,940**	**51,343**	**61,872**	**75,164**	**90,147**
营业外收支	-200	-515	-290	-290	-290
利润总额	**38,740**	**50,828**	**61,582**	**74,874**	**89,857**
所得税	9,734	12,998	15,395	18,719	22,464
净利润	**29,006**	**37,830**	**46,186**	**56,156**	**67,392**
少数股东损益	1,927	2,626	3,206	3,898	4,678
归属母公司净利润	**27,079**	**35,204**	**42,980**	**52,258**	**62,714**
EBITDA	40,002	52,507	63,037	76,330	91,313
EPS（元）	21.56	28.02	34.21	41.60	49.92

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**	**51,643**	**60,646**	**72,940**
净利润	29,006	37,830	46,186	56,156	67,392
折旧摊销	1,126	1,175	1,166	1,166	1,166
营运资金变动	-8,318	2,025	3,755	3,034	4,092
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**	**34,948**	**40,944**	**48,237**
期初现金余额	**62,795**	**74,928**	**112,075**	**147,023**	**187,967**
期末现金余额	**74,928**	**98,243**	**147,023**	**187,967**	**236,204**

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	16.4	18.3	18.7
营业利润增长	60.5	31.9	20.5	21.5	19.9
归母净利润增长	62.0	30.0	22.1	21.6	20.0
获利能力					
毛利率	90.1	91.4	92.5	93.0	93.5
净利率	47.5	49.0	51.4	52.9	53.5
ROE	29.6	31.2	31.0	30.5	30.0
偿债能力(%)					
资产负债率	28.7	26.5	24.0	22.2	20.8
净负债比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	2.91	3.25	3.74	4.16	4.54
速动比率	2.32	2.67	3.22	3.65	4.04
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.52	0.51	0.50	0.49
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	34.21	41.60	49.92
每股经营现金流	17.63	32.94	41.11	48.28	58.06
每股净资产	72.80	89.83	110.51	136.19	166.21
估值比率					
P/E	32.36	21.05	35.39	29.11	24.26
P/B	9.58	6.57	10.96	8.89	7.29
EV/EBITDA	19.71	11.98	21.80	17.47	14.07

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 ： 高级分析师，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。