

# 渠道结构持续改善，期待直营放量促增长



## 事件

受发货节奏控制影响，Q2 业绩增速略有放缓。公司公布 2019 年中报，19H1 实现营收 411.73 亿元，同比增长 16.80%。实现归母净利润 199.51 亿元，同比增长 26.56%，对应基本 EPS15.88 元/股。其中 19Q2 实现营收 186.92 亿元，同增 10.89%；实现归母净利润 87.30 亿元，同比增长 20.29%。中报业绩与此前预披露经营情况基本一致，单二季度收入利润增速略有放缓，推测主要原因包括：1) 18Q2 同期基数较高；2) 直营渠道落地放慢致发货量暂时减少。

## 核心观点

- **吨价提升结构升级，全年目标达成无忧。**分产品看，上半年公司茅台酒、系列酒分别实现收入 347.95 亿元 (+18.42%)、46.55 亿元 (+16.57%)，结构进一步升级。**分量价看**，公司全年计划销量 3.18 万吨，1-6 月销量已超 1.4 万吨，销量完成率约 44%；上半年营收增速超过经营目标规划的 14%，我们判断非标占比提升带动整体均价上移助力了收入增长。**从预收款看**，公司已在 6 月下旬开启了下半年的经销商提前打款计划，上半年预收账款达 122.57 亿元，环比 Q1 提升 8.72 亿元。我们认为提前打款锁定了下半年的销售目标，随着产品陆续发货预收款将确认为收入，综合看全年业绩增长基本无忧。**从渠道布局看**，公司仍在梳理优化营销网络布局，上半年削减酱香系列酒经销商 494 家，报告期末国内经销商剩余 2415 家。
- **盈利能力稳步增强，直营放量值得期待。**主要受益于产品结构改善，公司 19H1 销售毛利率同比提升 0.93pct 达 91.87%。销售费用率下降 1.41pct 至 4.83%，管理费用率下滑 0.26pct 达 6.72%。随着毛利率提升+期间费用率下行，公司上半年销售净利率同比上升 3.01pct 达 53.68%。短期看，茅台酒需求强劲、批价坚挺，下半年直营渠道加速放量有望带动收入利润增长；从长期看，茅台酒供需缺口仍存，出厂价提升逻辑依然成立。

## 财务预测与投资建议

- 我们维持前次盈利预测，预计公司 19-21 年 EPS 分别为 34.57、40.49、47.19 元。采用 DCF 估值法，维持给予公司目标价为 1090.23 元，对应 19 年 32 倍 PE，维持买入评级。

## 风险提示

- 基酒产能不足的风险、社会库存增多风险、环境恶化风险。

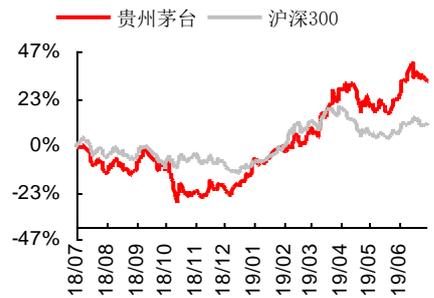
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	58,218	73,639	85,599	99,077	114,212
同比增长	49.8%	26.5%	16.2%	15.7%	15.3%
营业利润 (百万元)	38,940	51,343	63,581	74,792	87,068
同比增长	60.5%	31.9%	23.8%	17.6%	16.4%
归属母公司净利润 (百万元)	27,079	35,204	43,417	50,859	59,265
同比增长	62.0%	30.0%	23.3%	17.1%	16.5%
每股收益 (元)	21.56	28.03	34.57	40.49	47.19
毛利率	89.8%	91.1%	91.7%	92.1%	92.3%
净利率	46.5%	47.8%	50.7%	51.3%	51.9%
净资产收益率	33.0%	34.5%	34.6%	33.4%	32.4%
市盈率 (倍)	45.0	34.6	28.1	24.0	20.6
市净率 (倍)	13.3	10.8	8.8	7.3	6.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2019 年 07 月 17 日)	963.50 元
目标价格	1090.23 元
52 周最高价/最低价	1031.86/524.00 元
总股本/流通 A 股 (万股)	125,620/125,620
A 股市值 (百万元)	1,210,347
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2019 年 07 月 17 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-1.9	5.7	1.2	29.8
相对表现 (%)	-2.4	1.6	8.1	19.5
沪深 300 (%)	0.5	4.1	-6.9	10.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 叶书怀  
021-63325888-3203  
yeshuhuai@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517090002

**联系人** 蔡琪  
021-63325888-6079  
caiqi@orientsec.com.cn

**相关报告**  
Q2 业绩略低于预期，全年增长无忧 2019-07-15  
一季报开门红业绩超预期，招商推进直营 2019-04-25  
建设加速  
茅台酒量增喜人业绩略超预期，19 年规划 2019-03-30  
积极再踏新征程

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	87,869	112,075	139,279	169,498	204,891	营业收入	58,218	73,639	85,599	99,077	114,212
应收账款	0	0	0	0	0	营业成本	5,940	6,523	7,127	7,870	8,775
预付账款	791	1,182	1,374	1,591	1,834	营业税金及附加	8,404	11,289	11,128	12,880	14,848
存货	22,057	23,507	25,684	28,360	31,623	营业费用	2,986	2,572	2,210	2,360	2,492
其他	1,532	1,098	1,197	1,310	1,436	管理费用	4,721	5,348	5,697	6,190	7,071
<b>流动资产合计</b>	<b>112,249</b>	<b>137,862</b>	<b>167,535</b>	<b>200,759</b>	<b>239,783</b>	财务费用	(56)	(4)	(13)	(15)	(19)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	(8)	1	14	2	2
固定资产	15,244	15,249	16,298	17,846	19,533	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2,016	1,954	2,302	2,999	3,359	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	3,459	3,499	3,420	3,340	3,261	<b>其他</b>	<b>2,710</b>	<b>3,434</b>	<b>4,146</b>	<b>5,000</b>	<b>6,025</b>
其他	1,642	1,283	1,280	1,264	1,255	营业利润	38,940	51,343	63,581	74,792	87,068
<b>非流动资产合计</b>	<b>22,361</b>	<b>21,985</b>	<b>23,300</b>	<b>25,449</b>	<b>27,407</b>	营业外收入	12	12	12	12	12
<b>资产总计</b>	<b>134,610</b>	<b>159,847</b>	<b>190,835</b>	<b>226,207</b>	<b>267,190</b>	营业外支出	212	527	527	527	527
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>38,740</b>	<b>50,828</b>	<b>63,065</b>	<b>74,276</b>	<b>86,552</b>
应付账款	992	1,178	1,287	1,422	1,585	所得税	9,734	12,998	16,127	18,994	22,134
其他	37,583	41,260	43,465	45,950	48,740	<b>净利润</b>	<b>29,006</b>	<b>37,830</b>	<b>46,938</b>	<b>55,282</b>	<b>64,419</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>38,575</b>	<b>42,438</b>	<b>44,752</b>	<b>47,371</b>	<b>50,325</b>	少数股东损益	1,927	2,626	3,520	4,423	5,153
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27,079</b>	<b>35,204</b>	<b>43,417</b>	<b>50,859</b>	<b>59,265</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	21.56	28.03	34.57	40.49	47.19
其他	16	0	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>16</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>负债合计</b>	<b>38,590</b>	<b>42,438</b>	<b>44,752</b>	<b>47,371</b>	<b>50,325</b>						
少数股东权益	4,568	4,570	8,090	12,513	17,666	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375	营业收入	49.8%	26.5%	16.2%	15.7%	15.3%
留存收益	88,227	109,426	134,580	162,911	195,786	营业利润	60.5%	31.9%	23.8%	17.6%	16.4%
其他	593	781	781	781	781	归属于母公司净利润	62.0%	30.0%	23.3%	17.1%	16.5%
<b>股东权益合计</b>	<b>96,020</b>	<b>117,408</b>	<b>146,082</b>	<b>178,836</b>	<b>216,865</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>134,610</b>	<b>159,847</b>	<b>190,835</b>	<b>226,207</b>	<b>267,190</b>	毛利率	89.8%	91.1%	91.7%	92.1%	92.3%
						净利率	46.5%	47.8%	50.7%	51.3%	51.9%
						ROE	33.0%	34.5%	34.6%	33.4%	32.4%
						ROIC	33.9%	35.8%	35.9%	34.3%	32.7%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	28.7%	26.5%	23.5%	20.9%	18.8%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.91	3.25	3.74	4.24	4.76
						速动比率	2.34	2.69	3.17	3.64	4.14
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	-	-	-	-	-
						存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	21.56	28.03	34.57	40.49	47.19
						每股经营现金流	17.64	32.95	38.19	44.77	51.96
						每股净资产	72.81	89.84	109.87	132.42	158.60
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	45.0	34.6	28.1	24.0	20.6
						市净率	13.3	10.8	8.8	7.3	6.1
						EV/EBITDA	27.6	21.1	17.1	14.5	12.5
						EV/EBIT	28.4	21.5	17.4	14.8	12.7

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

