

三季度直营放量明显，占比环比显著提升

——2019 三季度报点评

贵州茅台(600519.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

贵州茅台发布 2019 年三季报。2019 前三季度公司实现营业收入 635.09 亿元，同比增长 15.53%，营业收入 609.35 亿元，同比增长 16.64%；实现归母净利润 304.55 亿元，同比增长 23.13%，扣非归母净利润 305.34 亿元，同比增长 22.48%。

2. 我们的分析与判断

(一) Q3 单季收入 14%，利润增速 17%

公司三季度单季收入增速较二季度略升，净利润增速环比继续回落。从单季度数据来看，2019 一至三季公司营业总收入分别为 224.81、186.92、223.36 亿元，同比增速分别为 22.21%、10.89%、13.81%；营业收入分别为 216.44、178.44、214.47 亿元，同比增速分别为 23.92%、12.01%、13.81%；归母净利润分别为 112.21、87.30、105.04 亿元，同比增速分别为 31.91%、20.29%、17.11%；扣非归母净利润分别为 113.02、87.30、105.03 亿元，同比增速分别为 32.79%、18.39%、16.12%。公司总体增长仍然稳健，利润增速高于收入增速较多。

2019 前三季度茅台酒、系列酒分别实现收入 538.32、70.38 亿元，同比增速分别为 16.36%、18.61%。从 2019 单季度增速表现来看，茅台酒在一季度实现高增长之后，二三季度较为平稳，维持在 12% 左右；系列酒二季度较弱，一、三季度表现更强，均超 20%。

(二) 预收账款同比微增，打款政策改变现金流

公司预收账款同比仍然实现小幅增长。19Q3 公司预收账款余额为 112.55 亿元，环比 Q2 减少 10.02 亿元，同比增长 0.79%，在二季度结束连续 6 个季度的同比负增长的基础上，实现了小幅增长。公司 Q3 收到销售回款 228.39 亿元，经营性现金流量净额为 32.28 亿元，经营性现金流量净额/净利润的比例从 19Q2 的 246.72% 回落至 19Q3 的 28.79%，去年 Q3 该比例为 108.67%。

打款政策调整对预收账款和现金流指标产生影响。根据酒说相关资料，公司 6 月中旬通知要求经销商在 6 月 30 日之前完成茅台酒 53 度（带杯装）三、四季度一并打款，取消原定的三季度打款计划。因此公司 Q2-Q3 预收账款和现金流的变化在预期之内。

分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhoying_yj@chinastock.com.cn

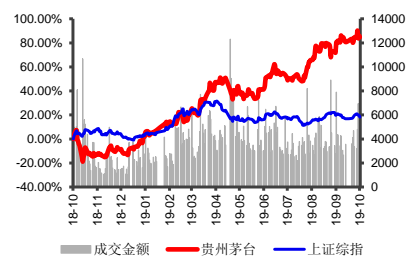
执业证书编号: S0130511090001

市场数据

2019-10-17

A 股收盘价(元)	1175.79
A 股一年内最高价(元)	1215.68
A 股一年内最低价(元)	582.02
上证指数	2938.14
市盈率	36.09
总股本(百万股)	1256.20
实际流通 A 股(百万股)	1256.20
限售的流通 A 股(百万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	14700.25

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

（三）毛利率和净利率提升

公司毛利率和净利率在高基数上继续稳步提升，盈利能力较强。2019 前三季度公司毛利率为 91.49%，同比提升 0.37PCT，推测与公司增加高单价非标酒投放有关。2019 前三季度公司销售费率 4.29%，同比下降 1.16PCT，说明公司营销投放有所收敛，考虑到下半年直营份额会有所增加，预计将伴随营销资源投放，全年销售费率将维持稳定；管理+研发费率 6.79%，同比下降 0.25PCT，管理效率进一步提升。毛利率的提升和期间费率的下降带动公司净利率同比提升 2.33PCT 至 53.19%。

（四）三季度直营放量明显，直营占比环比明显提升

从 2019 前三季度看，直营占比低于去年平均水平，主要来自于上半年影响。2019 年上半年公司直营销售额占比为 4.06%，低于 2018 年上半年的 7.72%；2019 前三季度，公司直营销售占比为 5.10%，低于 2018 前三季度的 7.41%；2018 年全年直营销售额占比为 5.95%。

19Q3 直营放量明显，直营占比同比微增，环比明显提升。2019 年第三季度，公司直营占比达到 7.01%，达到从 2018 以来各季度最高水平，环比 19Q1、Q2 的 5.05、2.86%有明显提升。

经销商数量继续减少，推测对应配额将用于增加直营投放。据我们测算，2019 前三季度公司减少国内茅台酒经销商 122 家，其中 Q1 减少 39 家，Q2 减少 60 家，Q3 减少 23 家；前三季度，公司减少系列酒经销商 494 家，新增 30 家。2018 年公司减少茅台酒经销商 437 家。在 2018 年 12 月 28 日的茅台经销商大会上，李保芳表示，2019 年茅台将投放茅台酒 3.1 万吨，其中经销合同将以 2017 年计划量为基数和存量，坚持“不增不减”，共计约为 1.7 万吨左右，剩余 1.4 万吨将部分用于增加直营和自营的比例。2018 年公司计划投放茅台酒 2.8 万吨，实际投放 3.25 万吨，预计 2019 年实际投放量也会高于计划量。

上半年直营投放推动力度不大，下半年密切关注其量价政策。2019 年 4 月，公司拿出 600 吨配额公开招募商场卖场，被看作是直营渠道拓展的试水。5 月 5 日，贵州茅台集团营销公司揭牌。5 月底公司 2018 年度股东大会上，公司表示茅台直营店的茅台酒和系列酒供应量将每年增加 1000 吨左右，并考虑增加直营店数量。7 月，公司选择 3 家全国电商平台，供应 400 吨茅台酒。由于直营毛利高于经销，因此直营占比提升有助于公司利润改善，但取决于公司与集团销售公司的销售对价确定结果，若高于目前对经销商的售价，将提升公司利润，若低于经销售价，该部分利润将被集团消化。

3. 投资建议

预计公司 2019-2021 年度实现营业总收入 903.00、1050.64、1216.43 亿元，分别同比增长 16.97、16.35、15.78%，实现归母净利润 426.86、503.36、585.26 亿元，分别同比增长 21.25、17.92、16.27%，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 33.98、40.07、46.59 元，目前价格对应 PE 倍数为 35、30、25 倍，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

食品安全风险；下游需求疲软风险；直营投放不及预期风险。

附录

表 1: 公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	40155.08	61062.76	77199.38	90300.11	105064.18	121643.31
营业收入增长率	20.06%	52.07%	26.43%	16.97%	16.35%	15.78%
归属净利润 (百万元)	16718.36	27079.36	35203.63	42685.60	50335.85	58526.26
净利润增长率	7.84%	61.97%	30.00%	21.25%	17.92%	16.27%
EPS (元) (摊薄)	13.31	21.56	28.02	33.98	40.07	46.59
P/E	89	55	42	35	30	25

资料来源: 公司定期财务报告, 中国银河证券研究院 (PE 对应 2019 年 10 月 17 收盘价)

图 1: 公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动

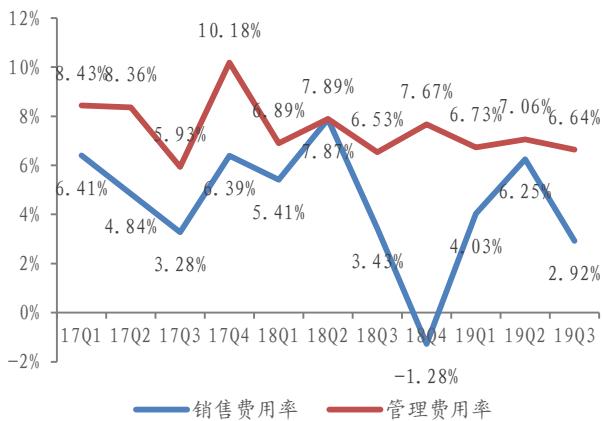
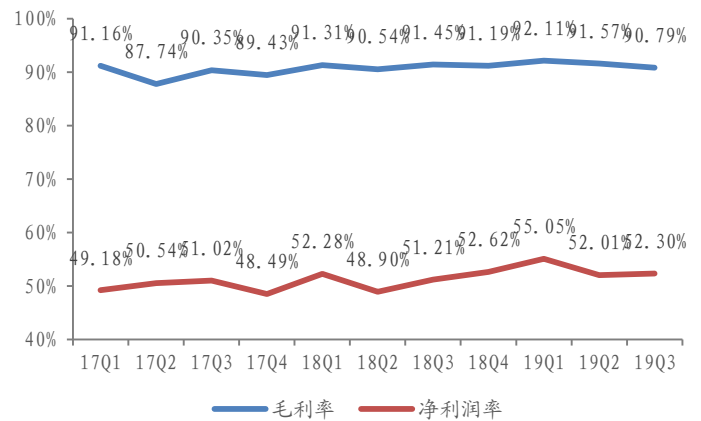


图 2: 公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

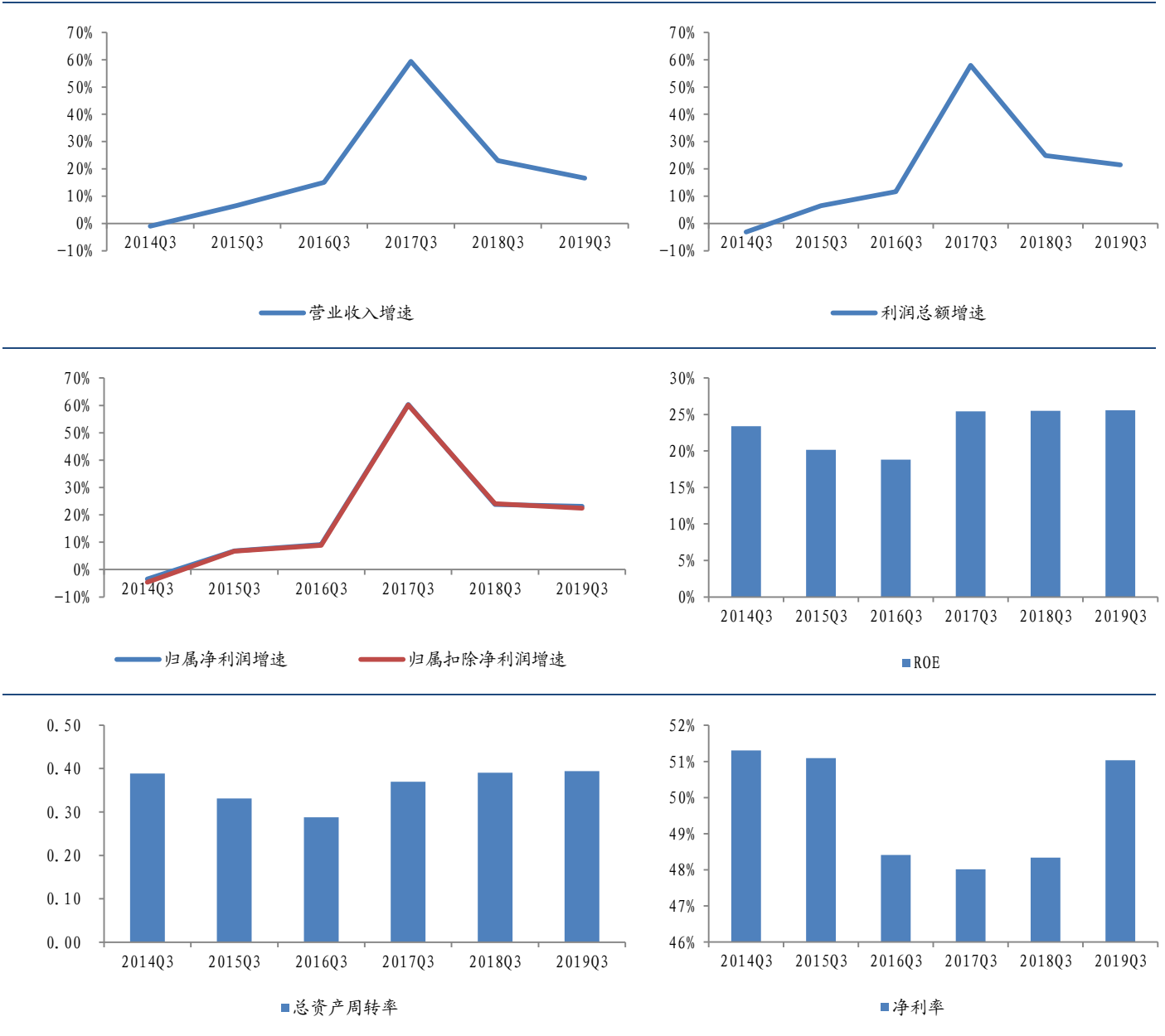
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 关键财务指标 (三季报比较)

	2014Q3	2015Q3	2016Q3	2017Q3	2018Q3	2019Q3
成长能力						
营业收入增速	-0.99%	6.59%	15.05%	59.40%	23.07%	16.64%
利润总额增速	-3.12%	6.48%	11.61%	57.96%	24.86%	21.44%
归属净利润增速	-3.40%	6.84%	9.11%	60.31%	23.77%	23.13%
归属扣除净利润增速	-4.64%	6.76%	8.90%	60.12%	24.11%	22.48%
盈利、营运能力						
ROE	23.41%	20.17%	18.81%	25.42%	25.52%	25.58%
总资产周转率	0.39	0.33	0.29	0.37	0.39	0.39
净利率	51.30%	51.09%	48.42%	48.02%	48.34%	51.04%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (三季度报)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

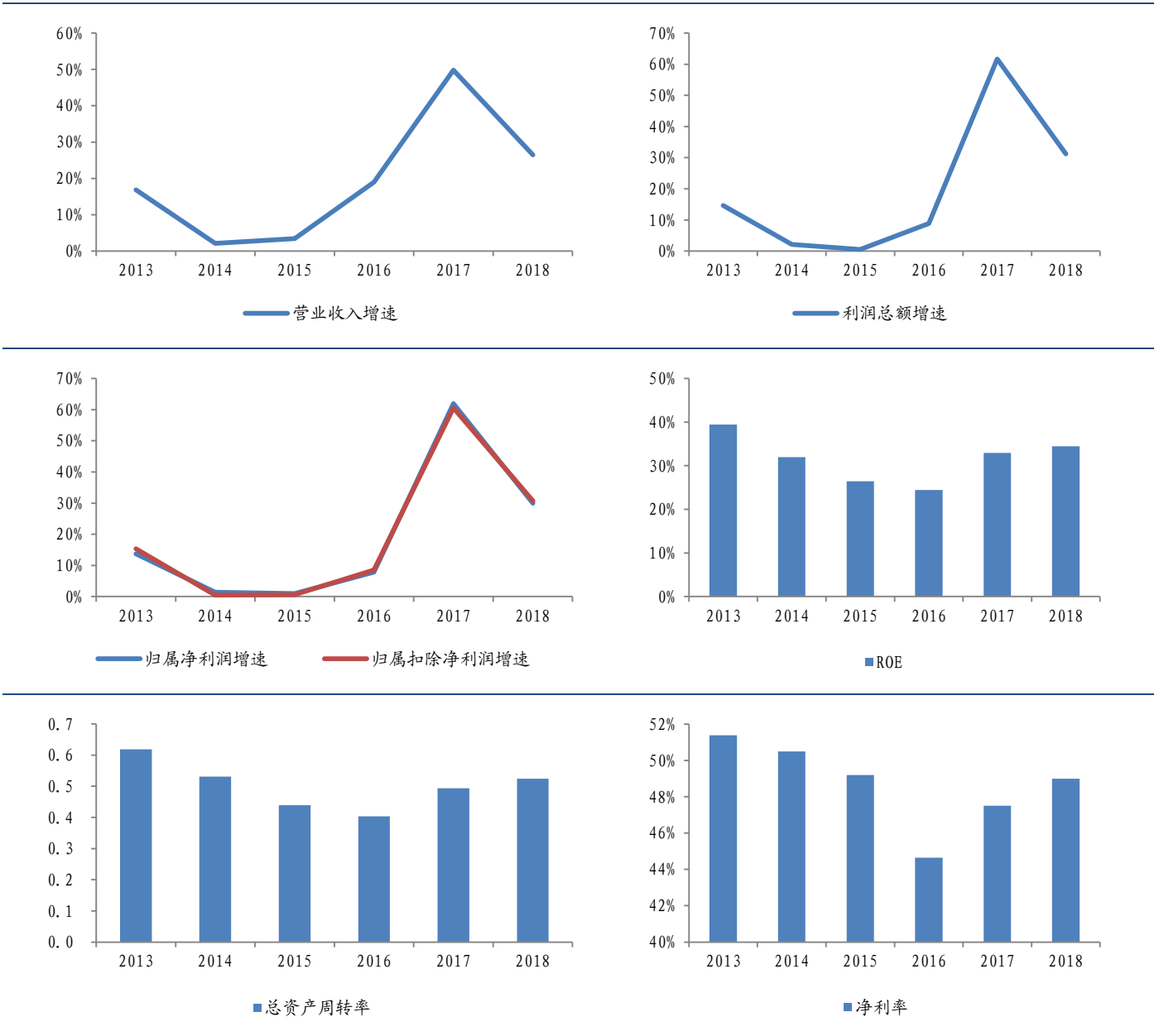
表 3: 关键财务指标 (年度比较)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
成长能力						
营业收入增速	16.88%	2.11%	3.44%	18.99%	49.81%	26.49%
利润总额增速	14.61%	2.10%	0.55%	8.89%	61.70%	31.20%
归属净利润增速	13.74%	1.41%	1.00%	7.84%	61.97%	30.00%
归属扣除净利润增速	15.30%	0.45%	0.62%	8.57%	60.57%	30.71%
盈利、营运能力						

ROE	39.43%	31.96%	26.42%	24.44%	32.95%	34.46%
总资产周转率	0.62	0.53	0.44	0.40	0.49	0.52
净利率	51.38%	50.50%	49.20%	44.65%	47.50%	49.00%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

周颖，食品饮料行业分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn