



2019-01-01

公司点评报告

买入/调高

贵州茅台(600519)

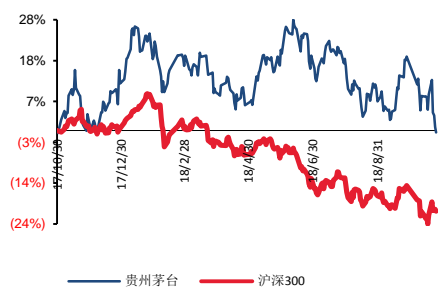
目标价: 700.00

昨收盘: 590.01

日常消费 食品、饮料与烟草

贵州茅台：吨价提升超预期，直营增加保障未来增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	741,169/741,169
12个月最高/最低(元)	799.19/524.00

相关研究报告：

贵州茅台(600519)《贵州茅台三季报点评：单季放缓瑕不掩瑜，未来保持合理增长》--2018/10/29

贵州茅台(600519)《贵州茅台2018中报点评：预收款下降是表象，增长和估值回归均衡》--2018/08/02

贵州茅台(600519)《贵州茅台一季报点评：发货滞后影响增速，提价效应未充分显现》--2018/05/01

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：公司公告2018年生产经营情况。经初步核算，2018年度生产茅台酒基酒约4.97万吨，系列酒基酒约2.05万吨；全年共实现营业收入总收入750亿元左右，同增23%左右；实现归母净利润340亿元左右，同增25%左右。另外，2019年茅台酒销售计划为3.1万吨左右；2019年度公司计划安排营业收入增长14%。

一、18年全年业绩怎么看：单四季度净利润创新高，结构升级超预期

全年营业收入750亿元左右，符合市场预期。拆分来看，主营收入有望超过714亿元(其中：茅台酒收入636亿元；系列酒收入78亿元)。同比分析，全年茅台酒收入增长约21.39%，系列酒收入增长超过35%。量价拆分来看，茅台酒销量略减(测算约200吨左右)、系列酒销量略增(测算约100吨左右)，收入增长主要依靠价格和吨价的提升。全年来看，茅台酒吨价接近212万，同比增长22.22%，好于此前预期，主要原因是单四季度产品结构的大幅升级。

单四季度看，营业收入约200亿元左右，归母净利润约92.66亿元。其中茅台酒收入约173亿元，同增约23.91%；系列酒收入约19亿元，同增约8.42%。初步估计，单四季度茅台酒销量约7650吨，同比缩减超过4个百分点，据此可推算，期间茅台酒吨价同比提升接近30%，除茅台酒直接提价的因素外，产品结构大幅升级是超预期的核心原因。产品结构升级使单四季度茅台酒吨价提高至225万左右的区间，倒逼单四季度茅台酒中普飞的销量占比仅4成左右。推测主因是期间增加精品和生肖等非标产品的销售；同时，期间罚没经销商所收回的量，主要投放在非标产品上。因此，尽管茅台酒全年的量出现略微下滑，单四季度的量也不及预期，但吨价提升确保了收入的增长符合预期，且净利润也创单季度新高。

我们的观点：茅台全年业绩基本上已经盖棺定论，并没有让市场失望。出厂价大幅提升后对于需求弹性减弱的担忧以及对于价格体系的担忧并没有发生，或者说目前并未突显出来。加强渠道管理以及罚没部分经销商对于公司整体经营造成的影响可控，充分验证了公司在量、价调节和渠道管控方面的能力。单四季度的产品结构变化也突出了公司在产品结构升级层面存在巨大空间，未来更可期。

二、19 年计划量怎么看：量增超过 3%，直营大幅增量回收渠道利润

2019 年茅台酒销售计划为 3.1 万吨左右，打消了茅台酒基酒量不足的担忧，市场吃下一颗“定心丸”。如前文所述，我们初步测算 18 年茅台酒的销量接近 30000 吨，则 19 年全年销量有望再增 3% 以上。拆分来看，3.1 万吨计划量中，合法、合规经营的经销商合同总量不减量，约为 1.7 万吨（以 2017 年经销商合同总量的 2.32 万吨，减去 2018 年罚没 88 家经销商的年度计划量约 6200 吨，得到 1.7 万吨的基数）；出口总量占比有望提高到 8% 左右，约为 2480 吨；其余部分包括直营、电商、KA 直供和计划外批条酒，预期大幅增量，可能超过 1.2 万吨，同比增长超八成。

经测算，茅台酒除了出口部分的吨价低于经销合同的吨价，其他直营部分的吨价均明显高于经销合同。出口部分量增有限，其他直营形式量增非常大，带动直营部分的整体吨价和茅台酒的整体吨价大幅提升。我们判断，在产品结构没有明显变化的假设下，19 年渠道调整、增加直营比重之后，对茅台酒吨价的影响约为 +9% 左右。

我们的观点：受益于公司长期的规划和平滑，2019 年茅台酒的计划量有望实现个位数增长，消除了市场关于基酒量不足的担忧。罚没部分经销商并回收该部分的经销量，用以投放到直营部分和非标产品上，符合我们一直以来的判断。在确保合法、合规经销商利益的基础上，调整渠道、回收渠道利润、提升产品结构，既有利于加强渠道管控和品牌管理，也有助于提高盈利能力、提升业绩。

三、今明两年业绩怎么看：收入继续高增长，净利率明显改善

2019 年公司计划安排营业总收入增长 14%，我们判断大概率可以实现。拆解来看，茅台酒量增 3%-4%，产品结构升级贡献 3% 左右，叠加直营部分比重增加之后，吨价提升 9% 左右，总体上看茅台酒收入增长 14% 以上是完全有可能的。而系列酒 19 年尽管不增量，但产品结构升级和部分产品提价将继续贡献增量，预计不会对增速构成拖累。主营部分以外的利息收入相对稳定，增速更高。因此，19 年营业总收入实现 14% 以上的概率较大。

费用方面，19 年增加直营比例之后，销售费用增加相对有限；系列酒消化库存可能仍需要保持较高的销售费用，但整体上看，销售费用率有望逐步下行。因此，回收渠道利润和提升产品结构对利润的弹性更明显，净利率有望明显改善。我们判断 19 年归母净利润增速领先收入，

有望达到 19.20%，净利润接近 407 亿元。

再往后，从 2020 年开始，茅台酒产量逐年递增，吨价伴随产品价格和结构变化继续增长，但相对平稳。净利率再提升主要就靠规模效应，收入和净利润的增长情况慢慢向成熟消费品靠近。本篇报告主要基于 2019 年不提价的假设，考虑到 2019 年生肖等非标、定制酒占比提升，且直营增加，公司综合价格大幅提升，收入、利润增速好于市场预期。因此，2020 年即使公司提高出厂价，直接受益的主要是 1.7 万吨经销合同的飞天茅台，但对其余 50% 量的茅台酒的提价效应较弱。2020 年新增量如果全部用于直营，也将成为新增利润源。基于此，我们适当调整 2020 年的收入和净利润，预计收入增长 18%，净利润增长 21%。

我们的观点：19 年有增量的同时回收部分渠道利润，两项利好均兑现，确保 19 年业绩也能有较好的增长。收入增长 14%，利润增长接近 20%，好于此前市场预期。尽管存在宏观经济不景气的担心，但茅台酒作为白酒标杆，供需仍是紧平衡，批价和终端价居高不下。未来随着直营比例的提升，价格体系会更加健康，公司也能切割更大的渠道利润，市场保持良好的需求，业绩稳步增长是最大的可能。2020 年来看的话，因为茅台酒还可能伴随着较大放量，收入、利润有望继续较高增长。

四、19 年一季度怎么看：春节投放量好于去年，产品结构更好

经销商大会透露，春节前计划投放 7500 吨茅台酒，大概占比全年计划约 24.19%。根据经销商打款计划来看，1、2 月占比全年大概 20%、5%，因此 7500 吨要落地，就必须执行 2 月计划量。猪年春节在二月五号，相比狗年春节提前了 11 天。狗年春节前原计划要投放 7000 吨茅台酒，但最终实现 5500 吨左右。从 18 年 12 月的情况来看，投放有所减少，但是生产并没有停止，因此我们判断，猪年春节前的最终投放量可能好于狗年，但最终能否实现 7500 吨无法确定。此外，经销商大会透露春节前投放 30% 的生肖酒，按照 1600 吨全年计划来算，大约 480 吨，狗年同期投放的生肖酒非常有限，今年产品结构应该相对更好，预期可以产生较大增量。

我们的观点：18 年一季报基数较高，有春节备货期长和提价的因素。今年春节比较靠前，但预期节前投放量不会少，产品结构也更合理。即便最终只执行一月的计划量，按照全年计划量的 20% 计算，也超过去年节前的 5500 吨。因此，尽管高基数，但是合理的较快的收入增长是可以预期的。

盈利预测与评级：

综合考虑公司的经营计划以及茅台酒的市场状况，细致分解任务目标，量化茅台酒量、价和渠道调整对收入、净利润的贡献，我们预测公司2018-2020年收入增速分别为23%、14%、18%，净利润增速分别为26%、19%、21%，对应EPS分别为27.17、32.39、39.25元。

公司当前股价对应2018年EPS仅21.71倍，对应2019年18.22倍。公司作为白酒的绝对龙头和标杆，业绩稳定且能较快增长、确定性强。从业绩和估值两个层面来看，股价都有支撑。我们认为，市场应该逐渐接受茅台未来的各种变化，也要适应增速回归正常，估值回归合理。

放长看，2020年对应490亿以上的净利润，保守给20倍PE、合理给22倍PE，完全能够支撑1万亿左右的市值。

考虑龙头溢价和业绩增长情况，并结合当前市场情绪，给予今年22倍PE，维持目标价700元不变，买入评级。

风险提示：宏观经济不景气；市场价格短期快速上涨导致动销不畅等。

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	61063	75000	85500	100556
收入同比(%)	52%	23%	14%	18%
归属母公司净利润	27079	34133	40688	49307
净利润同比(%)	62%	26%	19%	21%
毛利率(%)	89.8%	91.0%	91.4%	91.6%
ROE(%)	29.6%	29.7%	28.5%	27.9%
每股收益(元)	21.56	27.17	32.39	39.25
P/E	27.37	21.71	18.22	15.03

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。