

18 业绩稳着陆，19 结构调整茅台蓄势待发

2019 年 01 月 03 日

强烈推荐/维持

贵州茅台

事件点评

——贵州茅台（600519）业绩预告点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017

事件：

- 贵州茅台发布关于生产经营情况的公告，2018 年预计收入 750 亿元左右，同比增长 23%左右；实现归母净利润 340 亿元左右，同比增长 25%左右。
- 公司计划安排 2019 年营收增长 14%，茅台酒销售计划为 3.1 万吨左右。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	13913.41	11580.49	18993.48	16575.38	18395.26	16856.21	19717.8
增长率（%）	33.24%	32.95%	115.88%	28.92%	31.24%	46.40%	3.20%
毛利率（%）	91.16%	87.74%	90.35%	89.43%	91.31%	90.54%	91.45%
期间费用率（%）	14.62%	13.13%	9.14%	16.54%	12.29%	15.76%	9.92%
营业利润率（%）	66.05%	67.40%	68.53%	65.34%	69.72%	67.18%	68.76%
净利润（百万元）	6544.83	5499.61	9317.03	7644.95	9130.54	7790.82	9650.00
增长率（%）	25.57%	32.04%	135.70%	66.18%	39.51%	41.66%	03.57%
每股盈利（季度，元）	4.87	4.08	6.95	5.65	6.77	5.78	7.14
资产负债率（%）	30.70%	34.32%	30.83%	28.67%	21.77%	25.72%	27.86%
净资产收益率（%）	7.94%	6.96%	10.54%	7.96%	8.68%	8.07%	9.09%
总资产收益率（%）	5.50%	4.57%	7.29%	5.68%	6.79%	6.00%	6.56%

观点：

- **强劲需求确保四季度高增速。**公司 2018 年预计收入 750 亿元左右，同比增长 23%左右；实现归母净利润 340 亿元左右，同比增长 25%左右，由于 18Q3 业绩不达预期，全年增速受影响略低于预期。由此估算，18Q4 营收约 200 亿元，同比增长 20%左右，归母净利润约 93 亿元，同比增长 30%左右。在 2018H2 低迷的市场环境中，茅台的增速略超预期。
- **2019 年产品结构调整以及投放力度调节，确保收入 15%增速中枢。**12 月 28 日经销商联谊会宣布确保 2019 年春节期间 7500 吨左右普通茅台投放市场，与去年相比略有增加（18 年春节 7000 吨），实际投放可能大于 7500 吨，略超预期。公司在 2019 年销售基酒对应 2015 年的产量，是短板的一年，我们判断公司会通过收入确认的调节以及产品结构的改善，力保收入稳定在 15%的增速中枢，如有提价就是超预期。19 年公司计划投放 3.1 万吨（18 年 2.8 万吨）。其中经销商体系以 1.7 万吨为基础不增不减，主要为普

通飞天茅台；剩余 1.4 万吨分别分给普通飞天茅台和非标茅台（生肖、年份、精品）；普通茅台主要来自之前发出订单的 100 多家经销商（估算在 2000-3000 吨）出口茅台估计 2000 吨；剩余都是非标茅台包括生肖酒、精品茅台等（估计在 5000-6000 吨），剩余 3000-5000 吨将投放直营体系的天猫旗舰店、京东等平台。

- **社会库存较健康，直营扩充如能落地是历史性的迈进。**18 年社会库存相较 2012 年健康，类似 08-09 年库存，未来社会库存优缓慢往上的趋势，非标茅台真实开瓶消费比例低，经验判断非标产品出现一个囤货的过程，囤酒资金在 19 年量大（或提价）时有撤出动力，或影响非标价格体系。保芳书记讲话中提到，19 年回收 100 家左右的经销商，大部分量将投向直营渠道以及增加非标产品销量，19 年经销商体系预计下滑 10%，直营从约 6% 上升至约 20%，带来营收增长 100 亿元左右。直营渠道按照 1499 元出货，相比 969 元出厂价，盈利提升。对于茅台来说，直营渠道扩充如能顺利落地，将会是标志性的跨越。

结论：

预计公司 2018-2020 年公司实现收入 751.07/871.24/1132.61 亿，同比增长 23%/16%/30%，实现归属上市公司的净利润 338.49/399.42/527.23 亿元，同比增长 25%/18%/32%，对应 EPS 分别为 26.95/31.80/41.97 元。白酒的估值中枢下修空间有限，目前处于情绪最悲观时期。19 年给予公司 25X 估值，目标价 795 元。给予“强烈推荐”评级。

风险提示：国家政策的风险、食品安全的风险、价格波动的风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	90181	112249	145222	184228	234024	营业收入	40155	61063	75107	87124	113261
货币资金	66855	87869	108969	144523	182255	营业成本	3410	5940	7220	7973	10589
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	6509	8404	14270	15229	19996
其他应收款	77	31	39	45	58	营业费用	1681	2986	3906	4395	5656
预付款项	1046	791	213	-425	-1272	管理费用	4187	4721	6760	7449	9490
存货	20622	22057	29671	32766	43516	财务费用	-33	-56	-60	-65	-70
其他流动资产	231	38	38	38	38	资产减值损失	12.33	-8.05	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	22754	22361	19957	17617	15280	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	14453	15244	15208	13156	11104	营业利润	24266	38940	43012	52143	67601
无形资产	3532	3459	3113	2767	2421	营业外收入	8.55	12.20	20.00	15.00	9.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	316.30	212.14	200.00	300.00	350.00
资产总计	112935	134610	165099	201765	249223	利润总额	23958	38740	42832	51858	67260
流动负债合计	37020	38575	36633	45975	58361	所得税	6027	9734	7196	8557	11098
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	17931	29006	35636	43301	56162
应付账款	1041	992	1582	1748	2321	少数股东损益	1212	1927	1787	3359	3439
预收款项	17541	14429	21940	30652	41978	归属母公司净利润	16718	27079	33849	39942	52723
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	28607	43378	45350	54476	69929
非流动负债合计	16	16	0	0	0	EPS (元)	13.31	21.56	26.95	31.80	41.97
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	37036	38590	36633	45975	58361	成长能力					
少数股东权益	3004	4568	6355	9714	13153	营业收入增长	20.06%	52.07%	23.00%	16.00%	30.00%
实收资本(或股本)	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	9.51%	60.47%	10.46%	21.23%	29.65%
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利润	25.00%	61.97%	25.00%	18.00%	32.00%
未分配利润	62718	80011	88474	98459	111640	获利能力					
归属母公司股东权	72894	91452	111167	135133	166767	毛利率(%)	0.00%	0.00%	90.39%	90.85%	90.65%
负债和所有者权	112935	134610	154082	190749	238207	净利率(%)	44.65%	47.50%	47.45%	49.70%	49.59%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	22.94%						
经营活动现金流						偿债能力					
37451	22153	34468	51466	58751	总资产周转率	0.40	0.49	0.52	0.51	0.53	
净利润	17931	29006	35636	43301	应收账款周转率	348011	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	
折旧摊销	4374.4	4493.6	0.00	2398.0	应付账款周转率	41.79	60.08	58.35	52.33	55.68	
财务费用	-33	-56	-60	-65	-70	每股指标(元)					
应收账款减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	13.31	21.56	26.95	31.80	41.97
预收帐款增加	0	0	7511	8712	11326	每股净现金流(最新)	22.30	9.66	16.80	28.30	30.04
投资活动现金流	-1103	-1121	150	0	0	每股净资产(最新摊)	58.03	72.80	88.50	107.57	132.75
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	估值比率					
长期股权投资减少	0	0	29	0	0	P/E	45.00	27.78	22.23	18.84	14.27
投资收益	0	0	0	0	0	P/B	10.32	8.23	6.77	5.57	4.51
筹资活动现金流	-8335	-8899	-13519	-15912	-21019	EV/EBITDA	23.97	15.32	14.19	11.16	8.15
应付债券增加	0	0	0	0	0						
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	0	0	0	0						
资本公积增加	0	0	0	0	0						
现金净增加额	28014	12133	21100	35555	37732						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017 年 11 月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。