

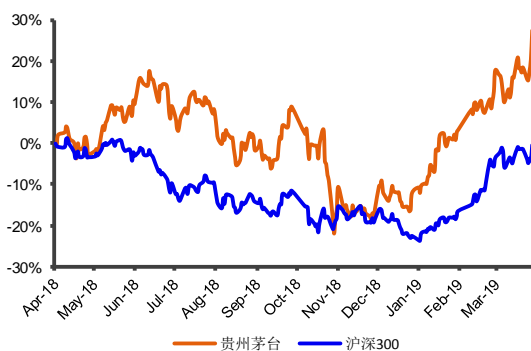
2019年4月2日

贵州茅台(600519): 业绩超预期, 未来看直营渠道布局 推荐(维持)
食品饮料
当前股价: 850.00 元
主要财务指标 (单位: 亿元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	772	908	1,047	1,183
(+/-)	26.4%	17.6%	15.3%	13.0%
营业利润	513	607	703	805
(+/-)	31.9%	18.3%	15.7%	14.5%
归属母公司净利润	352	424	490	561
(+/-)	30.0%	20.3%	15.7%	14.5%
EPS (元)	28.02	33.73	39.03	44.67
市盈率	30.5	25.2	21.8	19.0

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	12.56 / 12.56
流通市值 (亿元)	10,791
每股净资产 (元)	16.36
资产负债率 (%)	26.55

股价表现 (最近一年)


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

事项: 公司于 3 月 29 日发布了 2018 年报。报告期内, 公司实现营业收入总收入 771.99 亿元, 同比增长 26.49%; 归属于上市公司股东的净利润 352.04 亿元, 同比增长 30%; 扣非后的净利润 355.85 亿元, 同比增长 30.71%; 基本每股收益为 28.02 元。拟每 10 股派发现金红利 145.39 元 (含税)。

投资要点:

- **业绩超市场预期:** 2018 年公司营业收入和净利润实现了高速增长, 其中 Q4 单季实现收入 107.80 亿元, 同比增长 31.32%, 归母净利润 38.90 亿元, 同比增长 44.46%。分产品来看, 高价位酒实现收入 301.89 亿元, 同比大幅增长 41.11%; 中低价位酒收入 75.63 亿元, 同比增长 12.90%。报告期内收入的增长主要来自于高价位酒销量以及单价的增长。

- **提价带动毛利率进一步提升:** 报告期内, 得益于茅台销量的增加以及提价带来的效果叠加, 公司盈利能力进一步提升, 综合毛利率提升了 1.34pct 至 91.14%。Q4 单季实现销售收入 222.30 亿元, 同比增长 34.12%, 归母净利润 104.70 亿元, 同比增长 47.56%; 综合毛利率同比提升 1.58pct 至 91.52%, 主要是 Q4 加大了精品酒和生肖酒的发货量。分产品来看, 茅台酒实现营收 654.87 亿元, 同比增长 24.99%, 毛利率同比提升 0.92pct 至 93.74%, 系列酒实现营收 80.77 亿元, 同比增长 39.88%, 毛利率同比提升 8.3pct 至 71.05%, 主要是年初提价带来的利润增厚。销售费用率下降 1.56pct 至 3.33%, 主要是系列酒的市场费用有所降低; 管理费用率减少了 0.80pct 至 6.93%。

- **公司未来看点:** (1) 国家实施更大幅度的减税降费政策将有助于改善消费环境, 增强消费能力, 为消费升级带来新的利好和空间, 白酒行业普遍向好的基本面没有改变, 茅台酒供求紧张、产品短缺的特征短期内不会改变; (2) 2018 年茅台国内经销商共 2,987 个, 减少 607 个, 其中茅台酒经销商减少 437 家, 今年茅台酒的计划发货量为 3.1 万吨, 而经销商渠道总量相比 2018 年不增不减仍定在 1.7 万吨左右, 预计新增发货量将用于扩张直营渠道, 另外公司仍将致力于提升直营渠道的销售占比, 增厚公司利润, 另一方面也可加强对产品终端价

格的把控。

● **盈利预测：**我们预计 2019–2021 年公司营业收入将分别达到 907.5、1046.6 和 1182.7 亿元，对应 EPS 将分别为 33.73、39.03 和 44.67 元，按照 2019 年 4 月 2 日收盘价 850.00 元进行计算，对应 2019–2021 年动态 PE 分别为 25.2x、21.8x 和 19.0x，维持“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**（1）白酒行业竞争加剧；（2）市场需求低于预期；（3）食品安全问题。

公司盈利预测表(单位:百万元)

资产负债表					利润表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	137,862	163,528	193,615	228,014	营业收入	77,199	90,755	104,658	118,267
货币资金	112,075	134,323	160,317	193,032	营业成本	6,523	7,417	8,518	8,953
应收款	614	756	872	986	营业税金及附加	11,289	13,159	15,175	17,149
存货	23,507	26,783	30,759	32,330	销售费用	2,572	3,267	3,663	4,021
其他流动资产	1,666	1,666	1,666	1,666	管理费用	5,348	6,171	7,012	7,687
非流动资产	21,985	14,602	15,460	16,319	财务费用	(4)	0	0	0
可供出售金融资产	29	29	29	29	费用合计	7,916	9,438	10,675	11,708
固定资产+在建工程	17,203	9,820	10,678	11,537	资产减值损失	1	-	-	-
无形资产+商誉	3,499	3,499	3,499	3,499	公允价值变动	-	-	-	-
其他非流动资产	1,254	1,254	1,254	1,254	投资收益	-	-	-	-
资产总计	159,847	178,130	209,074	244,333	营业利润	51,343	60,740	70,290	80,457
流动负债	42,438	34,232	34,520	34,690	加:营业外收入	12	0	0	0
短期借款	-	-	-	-	减:营业外支出	527	0	0	0
应付账款、票据	1,178	1,339	1,538	1,617	利润总额	50,828	60,740	70,290	80,457
其他流动负债	41,260	41,260	41,260	41,260	所得税费用	12,998	15,185	17,572	20,114
非流动负债	-	-	-	-	所得税率(%)	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%
长期借款	-	-	-	-	净利润	37,830	45,555	52,717	60,343
其他非流动负债	0	0	0	0	少数股东损益	2,626	3,189	3,690	4,224
负债合计	42,438	34,232	34,520	34,690	归母净利润	35,204	42,366	49,027	56,119
实收资本(或股本)	1,256	1,256	1,256	1,256	总股本(百万)	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积金	1,375	1,375	1,375	1,375	每股收益(元)	28.02	33.73	39.03	44.67
盈余公积金	13,444	18,000	23,271	29,306					
未分配利润	95,982	117,917	143,300	172,355					
少数股东权益	4,570	4,570	4,570	4,570					
其他	781	781	781	781					
所有者权益合计	117,408	143,899	174,554	209,643					
负债和所有者权益	159,847	178,130	209,074	244,333					

现金流量表				
	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	37,830	45,555	52,717	60,343
折旧	1,085	378	443	512
摊销	91	90	90	91
财务费用	0	0	0	0
存货的减少	(1,449)	(3,276)	(3,976)	(1,572)
营运资本变化	3,474	18	83	(35)
其他非现金部分	356	-	-	-
经营活动现金流量	41,385	42,766	49,358	59,339
投资活动现金流量	(1,629)	(1,453)	(1,301)	(1,371)
筹资活动现金流量	(16,441)	(19,065)	(22,062)	(25,253)
汇率变动影响	0	0	0	0
现金增加额	23,315	22,248	25,994	32,714
期初现金余额	74,928	98,243	120,492	146,486
期末现金余额	98,243	120,492	146,486	179,200
期末货币资金	112,075	134,323	160,317	193,032

财务分析				
	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	26.4%	17.6%	15.3%	13.0%
营业利润增长率	31.9%	18.3%	15.7%	14.5%
净利润增长率	30.0%	20.3%	15.7%	14.5%
盈利能力				
毛利率	91.6%	91.8%	91.9%	92.4%
净利率	45.6%	46.7%	46.8%	47.5%
ROE	32.2%	31.7%	30.2%	28.8%
偿债能力				
资产负债率	26.5%	19.2%	16.5%	14.2%
流动比	3.2	4.8	5.6	6.6
速动比	2.7	4.0	4.7	5.6
营运能力				
总资产周转率	48.3%	50.9%	50.1%	48.4%
每股指标(元/股)				
每股收益	28.0	33.7	39.0	44.7
每股净资产	93.5	114.6	139.0	166.9
估值比率				
P/E	30.5	25.3	21.9	19.1
P/B	9.1	7.5	6.1	5.1

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士，主要研究和跟踪领域：大消费

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>