

# 一季度超预期，价格快速攀升需防范

## ——贵州茅台（600519）2019Q1 业绩预告点评

2019年04月08日

强烈推荐/维持

贵州茅台 | 财报点评

### 投资要点：

- **事件：**公司公告称，初步核算，2019年第一季度实现营业总收入同比增长20%左右；实现归属于上市公司股东的净利润同比增长30%左右。
- **公司一季度实现开门红，动销势头良好。**4月6日公司官网称，公司一季度实现销售收入257亿元，同比+21%，完成年度计划的26%；实现净利润110亿元，同比+31%，完成年度计划的24%。公司一季度业绩超预期的主要原因，一是春节动销情况良好，生肖酒大幅放量。据终端反馈，今年春节计划投放的7500吨（18年7000吨）普飞并没有满足市场需求，非标猪年生肖酒受到热捧，放量较为可观。二是系列酒销量保持快速增长态势。酱香系列酒同比增长26%，单季度销售收入突破20亿元。系列酒的快速增长，也成为公司业务的有效支撑。春节后茅台价格居高不下，部分地区冲破2000元/瓶，价格带的拉升对于行业是好事，但是快速拉升仍需防范。
- **盈利水平稳中有升，品牌瘦身提升公司声誉。**公司一季度归母净利润同比增长30%左右，高于营收增速10pct左右。盈利能力的持续改善主要来自于经营效益的持续改善。公司近年来持续清理亏损、微利的“僵尸”子企业，在2018年的基础上，公司提出要保留5个品牌和50个条码的品牌战略，产品数量较18年减少一半。品牌产品不断瘦身也为公司费用改善提供了空间。
- **19年实际销量或超计划，产品结构拉升保证全年大概率营收超预期。**19年公司计划投放3.1万吨，同比略增10.7%。其中经销商体系1.7万吨，主要为普通飞天茅台；剩余1.4万吨分别给普通飞天茅台和非标茅台。2019年春节投放量略高于去年，全年实际投放量或将超过计划投放量。系列酒和非标茅台今年或将有一定空间的绝对提价预期，加之19Q1之后宏观经济环境大概率好于市场悲观预期，探底迹象明显，普飞也具备一定的相对提价空间。拆分量价，2019年增量贡献10%-13%，提价贡献3%-5%，我们认为19年茅台大概率超过管理层14%-16%的业绩预期。
- **19年直营比例存在扩大预期，密切关注渠道改革落地效果。**公司计划19年收回100家左右经销商，收回的销量一部分用于投放非标茅台以拉升产品结构，一部分用以扩大直营渠道份额。预计19年直营占比扩大3倍至20%左右（18年占比5.94%），带来营收增长100亿元左右（直营渠道1499元出货，高于969元出厂价）。渠道改革能否成功关系到茅台自身盈利能力和控价能力能否提升，看好茅台的渠道改革战略，将密切关注落地效果。
- **盈利预测：**预计公司2019-2021年公司收入同比增长17.92%/29.82%/25.00%，归母净利润同比增长25.20%/35.30%/28.80%，对应EPS分别为35.08/47.45/61.11元。19年给予公司30倍估值，对应目标价1052元，维持公司“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**食品安全风险，宏观经济下行风险，直营推进不及预期等。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	61063	77199	91034	118180	147725
增长率(%)	52.07%	26.43%	17.92%	29.82%	25.00%
归母净利润	27079	35204	44066	59605	76761
增长率(%)	25.18%	30.00%	25.18%	35.26%	28.78%
净资产收益率(%)	29.61%	31.20%	29.47%	29.78%	28.92%
每股收益(元)	21.56	28.02	35.08	47.45	61.11
PE	37.42	28.79	23.00	17.00	13.20
PB	11.08	8.98	6.78	5.06	3.82

### 首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

### 研究助理：吴文德

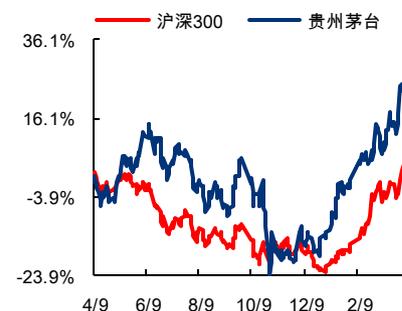
010-66555574

wuwd@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间(元)	865-694.01
总市值(亿元)	10866.11
流通市值(亿元)	10866.11
总股本/流通A股(万股)	125620/125620
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.33

### 52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《贵州茅台（600519）2018年年度报告点评：稀缺性助力提价和结构再优化，茅台持续高增速》2019-03-29
- 2、《贵州茅台（600519）：18业绩稳着陆，19结构调整茅台蓄势待发》2019-01-03
- 3、《贵州茅台（600519）：留余力，茅台全年增速换挡稳着陆》2018-10-30
- 4、《贵州茅台（600519）：持续稳定增长胜过一切，茅台确定性带动行业投资溢价》2018-08-06

## 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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	112249	137862	182063	244696	321368	<b>营业收入</b>	61063	77199	91034	118180	147725
货币资金	87869	112075	161893	218505	290895	<b>营业成本</b>	5940	6523	7665	10152	11833
应收账款	0	0	1247	1619	2024	营业税金及附加	8404	11289	14565	18720	23166
其他应收款	31	50	59	77	96	营业费用	2986	2572	3532	3498	3929
预付款项	791	1182	1182	1182	1182	管理费用	4721	5326	6280	7091	8125
存货	22057	23507	16800	22250	25935	财务费用		-4	-4	-3	-2
其他流动资产	38	140	140	140	140	资产减值损失	-8.05	1.29	1.85	-1.64	0.50
<b>非流动资产合计</b>	22361	21985	20036	17589	15204	公允价值变动收	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	15244	15249	14258	12741	11027	<b>营业利润</b>	38940	51343	58992	78724	100674
无形资产	3459	3499	3149	2799	2449	营业外收入	12.20	11.62	10.79	11.54	11.32
其他非流动资	0	0	0	0	0	营业外支出	212.14	527.00	500.00	413.05	480.02
<b>资产总计</b>	134610	159847	202018	262205	336491	<b>利润总额</b>	38740	50828	58503	78322	100205
<b>流动负债合计</b>	38575	42438	33991	41727	48981	所得税	9734	12998	12637	16918	21644
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	29006	37830	45866	61405	78561
应付账款	992	1178	4410	5841	6808	少数股东损益	1927	2626	1800	1800	1800
预收款项	14429	13577	17218	21945	27854	归属母公司净利	27079	35204	44066	59605	76761
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	43378	55923	61261	81049	103016
<b>非流动负债合</b>	16	0	5	-8	-22	<b>EPS (元)</b>	21.56	28.02	35.08	47.45	61.11
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	38590	42438	33996	41719	48959	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	4568	4570	6370	8170	9970	营业收入增长	52.07%	26.43%	17.92%	29.82%	25.00%
实收资本(或股	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	60.47%	31.85%	14.90%	33.45%	27.88%
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净	25.18%	30.00%	25.18%	35.26%	28.78%
未分配利润	80011	95982	120218	153001	195219	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	91452	112839	149514	200178	265424	毛利率(%)	91.51%	90.27%	91.58%	91.41%	91.99%
<b>负债和所有者</b>	134610	159847	202018	262205	336491	净利率(%)	47.50%	49.00%	50.38%	51.96%	53.18%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	-5.99%	14.80%	20.12%	22.02%	21.81%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	29.61%	31.20%	29.47%	29.78%	28.92%
<b>经营活动现金</b>	22153	41385	56363	65594	83928	<b>偿债能力</b>					
净利润	29006	37830	45866	61405	78561	资产负债率(%)	29%	27%	17%	16%	15%
折旧摊销	4493.67	4583.84	0.00	2327.87	2344.71	流动比率	2.91	3.25	5.36	5.86	6.56
财务费用	-56	-4	-4	-3	-2	速动比率	2.34	2.69	4.86	5.33	6.03
应收账款减少	0	0	-1247	-372	-405	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	3641	4727	5909	总资产周转率	0.49	0.52	0.50	0.51	0.50
<b>投资活动现金</b>	-1121	-1629	100	-32	-12	应收账款周转率	33	46	146	82	81
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	60.08	71.14	32.58	23.06	23.36
长期股权投资	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	21.56	28.02	35.08	47.45	61.11
<b>筹资活动现金</b>	-8899	-16441	-6644	-8951	-11526	每股净现金流(最	9.66	18.56	39.66	45.07	57.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	72.80	89.83	119.02	159.35	211.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	37.42	28.79	23.00	17.00	13.20
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	11.08	8.98	6.78	5.06	3.82
<b>现金净增加额</b>	12133	23315	49819	56611	72390	EV/EBITDA	21.34	16.12	13.90	9.81	7.01

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、健康食品等研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

## 研究助理简介

### 吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 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。