

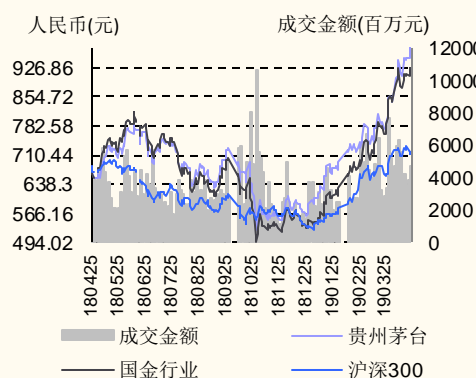
贵州茅台 (600519.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 970.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,256.20
总市值 (百万元)	1,218,511.87
年内股价最高最低 (元)	974.95/524.00
沪深 300 指数	4030.09
上证指数	3201.61



相关报告

- 《Q4 业绩超预期, 19 年预计稳健增长-贵州茅台公司点评》, 2019.3.29
- 《Q3 业绩低于预期, 基数高和确认节奏放缓是主因-2018 年茅台 ...》, 2018.10.28
- 《Q2 收入超预期, 维持战略首推-贵州茅台半年报点评》, 2018.8.2
- 《基本符合预期, 全年确定性不改-贵州茅台公司点评》, 2018.5.1

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

一季度实现开门红, 直销+非标提升助力全年目标达成

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	21.557	28.024	32.496	38.378	44.942
每股净资产(元)	72.80	89.83	104.87	123.25	145.19
每股经营性现金流(元)	17.63	32.94	38.44	44.05	54.03
市盈率(倍)	32.36	21.05	29.85	25.28	21.58
净利润增长率(%)	61.97%	30.00%	15.96%	18.10%	17.11%
净资产收益率(%)	29.61%	31.20%	30.99%	31.14%	30.95%
总股本(百万股)	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 贵州茅台发布 2019 年一季报, 报告期内实现营业收入 216.44 亿元, 同比增长 23.92%; 归母净利润 112.21 亿元, 同比增长 31.91%, 基本每股收益为 8.93 元。2019Q1 预收账款为 113.85 亿元, 较 2018 年底下降 21.92 亿元。

经营分析

- 一季度表现超预期, 量价齐升助推公司收入水平:** 2019Q1 公司实现营业收入 216.44 亿元 (+23.92%), 归母净利润 112.21 亿元 (+31.91%), 略超出快报预计数字, 表现超预期。据渠道调研反馈, 春节期间茅台终端动销较好, 非标猪年生肖酒需求旺盛, 放量明显, 预计整体发货量较去年同期有小幅增长。另外, 18 年初公司出厂价提至 969 元/瓶, 18Q1 报表端并未完全显现, 19Q1 报表确认全部按 969 出厂价打款, 提价反映较为充分, 量价齐升助推公司 Q1 收入水平。结合渠道调研, 部分经销商于 3 月末提前执行 Q2 打款, 且部分 4 月配额已发出, 也对 Q1 业绩产生正面影响。
- 产品结构优化+提价充分反映+费用投放效率提升, 共同推动净利率同比提升:** 19Q1 毛利率为 92.11%, 同比+0.80pct, 主因吨价的提升以及产品结构的优化 (生肖、非标等高端茅台酒比例提升)。另外, 公司费用投放效率不断提升, 19Q1 期间费用率同比下降 1.5pct 至 10.8%, 其中销售费用率同比下降 1.4pct 至 4.0%, 贡献较为突出。毛利率提升叠加费用端改善, 使得一季度利润增速超过收入增速, 推动净利率同比提升 2.77pct 至 55.05%。
- 直销方案落地有望推动直销比例提升, 直销+非标提升助力全年目标达成:** 2019Q1 批发渠道与直销渠道分别实现营收 205.38 亿、10.92 亿, 分别占比 95%、5%, 直销比例仍比较低。公司 2019 年计划着重提升直销渠道占比, Q1 共减少 533 家经销商, 预计将会为直销留下较大的发展空间。4 月 19 日, 贵州省招标投标公共服务平台发布两则茅台招商公告, 600 吨茅台酒蓄势待发, 直销渠道有望迎来较快发展, 预计 2019 年 Q2/Q3/Q4 直销占比有望持续提升, 进而推动公司业绩不断提升。我们认为, 在 19 年这个可执行量的小年, 直销+非标占比提升有望成为全年业绩增长的主要推动力。

盈利预测

- 预计 19-21 年公司营业总收入为 892 亿元/1049 亿元/1217 亿元, 分别同比 +15.6%/17.6%/16.0%; 归母净利润分别为 408 亿元/482 亿元/565 亿元, 分别同比 +16.0%/18.1%/17.1%, 折合 EPS 分别为 32.50 元/38.38 元/44.94 元, 目前股价对应 19-21 年 PE 分别为 30X/25X/22X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争加剧/市场需求下滑/招商速度或效果不达预期/食品安全问题

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	40,155	61,063	77,199	89,238	104,941	121,686	货币资金	66,855	87,869	112,075	136,662	165,281	202,417
增长率		52.1%	26.4%	15.6%	17.6%	16.0%	应收账款	895	1,253	958	1,828	2,149	2,492
主营业务成本	-3,533	-6,076	-6,659	-7,259	-8,304	-9,029	存货	20,622	22,057	23,507	23,866	26,163	27,210
%销售收入	8.8%	9.9%	8.6%	8.1%	7.9%	7.4%	其他流动资产	1,808	1,070	1,322	1,374	1,552	1,675
毛利	36,622	54,987	70,540	81,979	96,637	112,658	流动资产	90,181	112,249	137,862	163,730	195,144	233,794
%销售收入	91.2%	90.1%	91.4%	91.9%	92.1%	92.6%	%总资产	79.9%	83.4%	86.2%	87.9%	89.6%	91.1%
营业税金及附加	-6,509	-8,404	-11,289	-13,029	-15,216	-17,523	长期投资	29	29	29	29	29	29
%销售收入	16.2%	13.8%	14.6%	14.6%	14.5%	14.4%	固定资产	17,260	17,294	17,239	17,552	17,623	17,869
营业费用	-1,681	-2,986	-2,572	-3,570	-4,145	-4,746	%总资产	15.3%	12.8%	10.8%	9.4%	8.1%	7.0%
%销售收入	4.2%	4.9%	3.3%	4.0%	4.0%	3.9%	无形资产	3,720	3,636	3,668	3,736	3,785	3,833
管理费用	-4,187	-4,721	-5,348	-5,890	-6,926	-8,031	非流动资产	22,754	22,361	21,985	22,518	22,637	22,931
%销售收入	10.4%	7.7%	6.9%	6.6%	6.6%	6.6%	%总资产	20.1%	16.6%	13.8%	12.1%	10.4%	8.9%
息税前利润 (EBIT)	24,245	38,876	51,331	59,491	70,349	82,358	资产总计	112,935	134,610	159,847	186,247	217,782	256,725
%销售收入	60.4%	63.7%	66.5%	66.7%	67.0%	67.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	33	56	4	62	75	92	应付账款	20,306	18,461	18,160	22,970	26,906	30,946
%销售收入	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	16,714	20,114	24,279	23,671	24,183	26,823
资产减值损失	-12	8	-1	0	0	0	流动负债	37,020	38,575	42,438	46,641	51,089	57,769
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	16	16	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	37,036	38,590	42,438	46,641	51,089	57,769
营业利润	24,266	38,940	51,343	59,553	70,425	82,450	普通股股东权益	72,894	91,452	112,839	131,737	154,823	182,386
营业利润率	60.4%	63.8%	66.5%	66.7%	67.1%	67.8%	少数股东权益	3,004	4,568	4,570	7,870	11,870	16,570
营业外收支	-308	-200	-515	-250	-250	-250	负债股东权益合计	112,935	134,610	159,847	186,247	217,782	256,725
税前利润	23,958	38,740	50,828	59,303	70,175	82,200	比率分析						
利润率	59.7%	63.4%	65.8%	66.5%	66.9%	67.6%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-6,027	-9,734	-12,998	-15,182	-17,965	-21,043	每股指标						
所得税率	25.2%	25.1%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	每股收益	13.309	21.557	28.024	32.496	38.378	44.942
净利润	17,931	29,006	37,830	44,122	52,210	61,157	每股净资产	58.028	72.800	89.825	104.869	123.247	145.189
少数股东损益	1,212	1,927	2,626	3,300	4,000	4,700	每股经营现金净流	29.804	17.627	32.937	38.444	44.049	54.029
归属于母公司的净利润	16,718	27,079	35,204	40,822	48,210	56,457	每股股利	6.790	11.000	14.540	17.000	20.000	23.000
净利率	41.6%	44.3%	45.6%	45.7%	45.9%	46.4%	回报率						
							净资产收益率	22.94%	29.61%	31.20%	30.99%	31.14%	30.95%
							总资产收益率	14.80%	20.12%	22.02%	21.92%	22.14%	21.99%
							投入资本收益率	23.91%	30.32%	32.54%	31.70%	31.40%	30.80%
							增长率						
							主营业务收入增长率	20.06%	52.07%	26.43%	15.59%	17.60%	15.96%
							EBIT增长率	9.77%	60.35%	32.04%	15.90%	18.25%	17.07%
							净利润增长率	7.84%	61.97%	30.00%	15.96%	18.10%	17.11%
							总资产增长率	30.86%	19.19%	18.75%	16.52%	16.93%	17.88%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
							存货周转天数	1,995.7	1,282.0	1,248.7	1,200.0	1,150.0	1,100.0
							应付账款周转天数	99.3	61.1	59.5	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	131.4	91.1	72.1	62.4	52.3	44.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-88.08%	-91.51%	-95.46%	-97.89%	-99.15%	-101.74%
							EBIT利息保障倍数	-730.8	-697.7	-14,577.7	-956.7	-932.0	-895.9
							资产负债率	32.79%	28.67%	26.55%	25.04%	23.46%	22.50%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	33	38	43	87
增持	2	17	18	20	46
中性	0	6	6	6	10
减持	0	1	1	1	1
评分	2.00	1.56	1.52	1.50	1.48

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

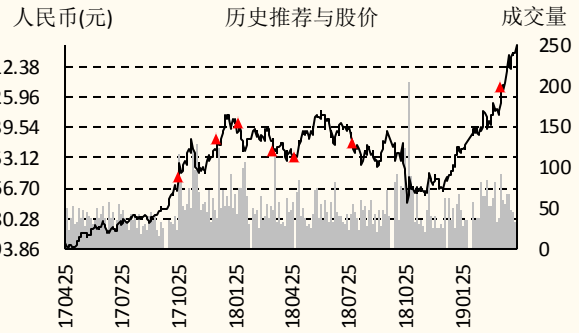
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-10-26	买入	565.67	N/A
2	2017-12-28	买入	664.18	N/A
3	2018-01-31	买入	742.08	N/A
4	2018-03-28	买入	714.74	N/A
5	2018-05-01	买入	662.53	N/A
6	2018-08-02	买入	714.94	N/A
7	2018-10-28	买入	610.10	N/A
8	2019-03-29	买入	806.80	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH