



2019-04-25

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

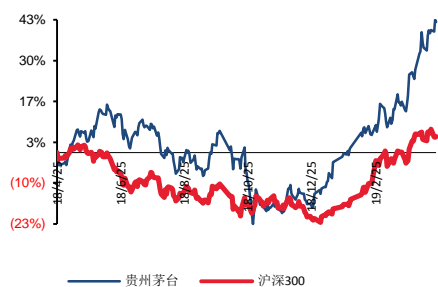
目标价: 1030.0

昨收盘: 970.0

日常消费 食品、饮料与烟草

## 贵州茅台一季报点评：一季度再超预期，产品升级是主因

### ■ 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)	1,218,512/1,218,512
12个月最高/最低(元)	974.95/524.00

### 相关研究报告：

贵州茅台(600519)《贵州茅台：一季报数据超预期，维持目标价1030元》

--2019/04/08

贵州茅台(600519)《贵州茅台年报点评：量价齐升再超预期，重新定义空间和风险》

--2019/03/29

贵州茅台(600519)《贵州茅台：吨价提升超预期，直营增加保障未来增长》

--2019/01/02

### 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2019年一季报，报告期内总收入224.81亿元，同增22.21%；主营收入216.44亿元，同增23.92%；归母净利112.21亿元，同增31.91%；扣非净利113.02亿元，同增32.79%。报告期内销售毛利率92.11%，同比/环比分别提升0.8pct/0.97pct；销售净利率55.05%，同比/环比分别提升2.77pct/3.68pct。

### 一、收入利润均超预期指引，茅台酒消化预收款，系列酒延续高增长

第一季度收入、利润分别增长22.21%、31.91%，超出业绩预告指引的20%、30%。但预收款相比去年底下滑了21.92亿元，低于市场预期。同时，受缴纳税费、支付职工薪酬和利息收入减少等影响，经营活动净现金流净额11.89亿元，同比明显下降。总体上看，除表观的收入、利润增速超预期以外，报表质量仅算基本符合预期。

报告期内酒类收入216.30亿元，同增23.93%。其中茅台酒收入194.98亿元，同增23.67%；系列酒收入21.32亿元，同增26.29%。根据税金及附加判断，报告期内茅台酒真实发货量接近7000吨。考虑一季度未提前打款的情况以及预收款的变化，估算一季报消化部分年前预收款，同时确认部分一季度末的提前打款，两部分共计约33亿元左右，对应1450吨左右的茅台酒。真实发货量加预收款调节量总共约8470吨，比我们此前估算的多150吨左右，同比量增达到6.5%左右，好于预期。产品结构和吨价价的提升比较符合预期，贡献大部分收入、利润增量。系列酒增长略超预期，特别是在公司优化营销网络布局、清理和淘汰494家酱香系列酒经销商的基础上，还实现了较快的增长。量价来看可能都有超预期，比我们设想的量减5%，价提17%要好。

### 二、预收款低于预期但可以解释和接受，不影响主逻辑和任务达成

基于3月底打款政策放松、经销商打款积极性高，我们此前对预收款看得比较乐观。一季报预收款出现下滑，我们判断原因包括：1) 去年罚没茅台酒经销商并回收所对应的计划量，计划外的量也相应减少，根据经销合同的打款金额总数会减少；2) 3月底放开6月份计划量的打款，但真实到账有些发生在四月初；3) 去年底精品茅台放量，可能部分计入预收，因此一季度确认收入后消化了一些前预收款。

根据茅台酒当前市场状况，考虑供需仍然偏紧、经销商打款积极性等条件，我们认为预收款虽然仍起到调节、平滑、稳定收入的作用，但预收款的合理增减并不影响公司发展的主逻辑，主要还是受打款政策和经销合同调整的影响。剔除预收款的变化，报告期内公司主营收入增长 18.57%，好于全年指引的 14%，实现开门红，全年任务达成仍是大概率。

### 三、销售费用率改善明显，管理费用率大体持平，净利率提升

报告期内销售费用率 3.88%，同比下降 1.26pct，改善比较明显，判断主要是去年做系列酒渠道投入较高，今年优化营销网络布局投入减少，随着收入规模扩大，销售费用率下降。一季报存在消化预收款和提前确认收入等情况，收入较高也是销售费用率下降的原因。预期全年的销售费用率水平有望在去年基础上略微改善。算上研发费用，管理费用率大体与去年同期持平，全年来看也会相对平稳。

茅台酒和系列酒的产品结构都在升级，吨酒价提升，驱动毛利率提升。考虑非标产品提价还有空间；结构升级也未结束；同时，无论是加大直营、直销，还是成立销售公司，出厂价都会比原来给到经销商时的真实出厂价高，吨酒价还有进一步提升的空间，毛利率未来还会向上。得益于毛利率向上、销售费用率改善，净利率做到 55%，提升明显。

### 四、静态看全年量平、价升，盈利能力提升，利润弹性更大

我们坚持原先的判断：2019 年茅台酒的销量可能不增不减或者微增，收入、利润增长主要靠非标产品的进一步提价、结构升级和渠道调整共同作用下吨酒价提升。

基于上述判断及逻辑，我们对贵州茅台 2019 年利润增长的预期比市场乐观很多。2018 年茅台酒销量超预期、吨酒价不及预期，因此在业绩基数被垫高的情况下，想要继续实现收入 14% 以上增长，就必须加快产品结构升级和渠道调整，这两种措施最终都反应为吨酒价的提升。全年静态看，茅台酒和系列酒的销量可能差不多都是持平，但吨酒价的快速提升带动盈利能力的提升，在费用率平稳下行的趋势下，我们认为 2019 年利润可以看得更加乐观些，有可能会再度超市场预期。

### 五、盈利预测

2019 年是茅台集团冲刺千亿的关键年，上市公司对集团收入、利润的

贡献比例非常高。上市公司收入增长 14%的既定目标大概率会实现，公司管理层也表现出充分的信心。同时，根据目标任务的拆分，我们也认为实现难度不大。我们不同于市场的判断在于，2019 年的净利润受益于吨价的提升，弹性将会更大。

综合考虑公司的经营计划和增长逻辑，我们预测公司 2019-2021 年的收入增速分别为 15%、13%、14%，净利润增速分别为 27%、16%、16%，对应 EPS 为 35.52、41.32、47.94 元。

在不考虑普飞继续提价的前提下，我们预测 2020 年公司收入增长 13%、利润增长 16%。如果明年普飞提价，则必将要继续上调明年的增速。

## 六、未来的估值和定价

考虑外资已经夺取了茅台的定价权，不会轻易减持，且可能持续买入，以及未来几年茅台仍会保持一定的增速，出酒量从当前的 3.2 万吨，提升到 5 年后的 4.5 万吨，以及更远期的 5 万吨以上；出厂价仍会有较大的提升空间，净利润率仍会相应提高。因此，未来几年茅台维持 25 倍左右的估值中枢，都是合理的。

2019 年当年茅台 PE 为 23 倍左右，考虑到定价合理性和持续性，我们按照 2020 年的合理估值水平，即 25 倍 PE 对公司进行定价，目标价为 1030 元，对应 2019 年的 PE 为 29 倍。

考虑到 2017 年和 2018 年当年茅台股价的高点对应当年业绩的 PE 分别为 35 倍和 30 倍，在当下蓝筹股和内外资金蜂拥买入的背景下，给予 2020 年 25 倍 PE 或 2019 年 29 倍 PE 的定价都是相对合理的。

按照我们的盈利预测，1030 元的目标价对应的市值是 1.3 万亿，对应的 2021 年的业绩 PE 为 21.5 倍。这个目标价和对应的市值，也可能是茅台相当长时期将维持的一个水平。除非公司继续大幅提高出厂价和供应量大幅放大，进而带动利润重新加速增长，不然公司的估值水平难再继续提高，成为未来两年的估值和市值天花板。

## 七、理性看待价格和风险

初定目标价时，大家可能觉得绝对股价和目标价非常高，但随着市场不断买入，今日收盘价 952.37 元，前几日高点 990 元，距离 1030 元的目标价也仅一步之遥。我们应该理性、客观看待茅台，无论是酒的价格还是股票价格。由于茅台已经成为一个标杆、全社会关注的焦点，

所以很多事情容易被放大。这同时也孕育了一定的风险，未来茅台股价最大的不确定性还是估值水平。

我们看到 2018 年下半年股价的调整，是估值回归的。如果未来，市场情绪和资金偏好变化，茅台的估值中枢又从 25 倍回落到 20 倍左右，那么股价的压力就相对较大。

**风险提示：**QFII 和北上资金的短期大规模的退出，有可能是公司股价未来最大的利空，而它们卖出的前提是茅台销售遇到问题，收入利润增速大幅滑坡，或海外金融波动，资金紧张继续撤出。其他基本面很难构成对公司的不利影响。

单位：百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	77199	88779	100321	114365
收入同比(%)	26%	15%	13%	14%
归属母公司净利润	35204	44625	51901	60219
净利润同比(%)	30%	27%	16%	16%
每股收益(元)	28.02	35.52	41.32	47.94
P/E	28.79	22.71	19.53	16.83

# 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	liyew@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
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。