



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 一季度业绩超预期，渠道改革推动业绩快速提升

### ——贵州茅台（600519）2019Q1 财报点评

2019年04月29日

强烈推荐/维持

贵州茅台 | 财报点评

#### 投资要点：

- **事件：**公司发布2019年一季度报，实现营业收入224.8亿元，同比增长22.2%；实现归母净利润112.2亿元，同比增长31.9%。
- **一季度营收超预期，延续高增长态势。**2019Q1公司实现营收224.8亿元，同比增长22.2%，超出此前业绩预告20%的水平。其中，茅台酒实现195亿元的收入，同比上涨23.7%。业绩的强劲增长主要受量价提升推动。一方面，由于春节期间茅台动销情况良好，非标茅台如猪年生肖酒需求旺盛，投放量增加。一季度茅台市场的需求维持高位，一批价保持在1900元左右的高位。从价格上看，直营店生肖酒及精品等非标发货占比有所提升，因而驱动公司产品均价的上涨。另一方面，系列酒保持快速增长，2019Q1营收同比增长26.3%至21.3亿元，占总营收比例达9.5%。目前系列酒发展步入正轨，未来将成为公司业务的一个新增长点。此外，据调研反馈，由于部分经销商提前执行19Q2打款计划，因此部分预收账款的提前确认也是一季度业绩表现超预期的一个重要影响因素。
- **毛利率持续提升，费用率改善明显。**19Q1公司实现归母净利润112.2亿元，同比增长31.9%。利润增速高于收入增速主要有两方面原因，一季度毛利率保持相对稳定水平，同比微涨0.8%至92.1%，主要因为产品提价以及产品结构优化（非标茅台发货比例提升）。另一方面，从费用率来看，19Q1公司销售费用较18Q1减少0.8亿元，销售费用率同比下降1.4%至4.0%，主要因系列酒发展逐渐成熟，所需费用投入不断减少所致。另外，税金及附加率同比下降3.0%至10.7%，主要与消费税缴纳节奏以及增值税率下调有关。毛利率提升及费用率的下降共同改善公司的盈利能力。
- **提升直营占比、加大非标投放，渠道改革推动业绩快速提升。**一季度公司减少经销商533家，减少比例达17.8%，其中茅台酒、酱香系列酒经销商分别减少39家、494家。渠道改革一方面有利于进一步优化营销渠道，清理微利或亏损经销商以保价，另一方面加大直营比例，有利于提升吨酒价。收回的销量用于两部分：一部分用于提升直营渠道比例。继2018年大刀阔斧“砍掉”约437家飞天酒经销商后，一季度公司又收回39家普通飞天茅台经销商，收回约700吨配额用于扩大直营渠道占比。预计19年经销商体系受政策冲击下滑10%，直营占比扩大3倍至20%左右（18年直营营收占比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）；另一部分用于投放非标产品以改善产品结构。公司计划19年投放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（生肖、年份、精品）。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，非标猪年生肖酒也受到热捧，非标产品放量可期。**产品结构及销售结构的升级共同提升公司盈利能力，推动业绩快速增长，超出市场预期。**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。看好公司渠道改革战略以及产品结构升级战略，将密切关注渠道改革决策落地效果。
- **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。

#### 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

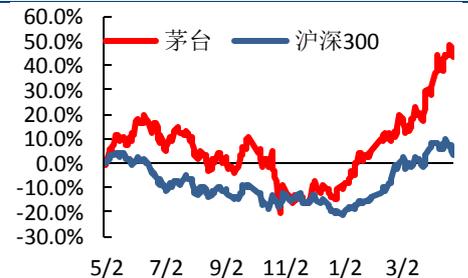
010-66555574

wuwd@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间(元)	974.95-524.00
总市值(亿元)	11871.09
流通市值(亿元)	11871.09
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	0.34

#### 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

## 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%
净利润（百万元）	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	26.94	19.92	15.46
PB	11.08	8.98	6.78	5.06	3.82

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

**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	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
其他非流动资产	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	归属母公司净利润	27079	35204	44066	59605	76761
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	43378	55923	61261	81049	103016
<b>非流动负债合计</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 (或股本)	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	归属于母公司净利	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>					
归属母公司股东权益合计	91452	112839	149514	200178	265424	毛利率 (%)	91.51%	90.27%	91.58%	91.41%	91.99%
<b>负债和所有者权益</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>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
单位: 百万元						ROE (%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</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>投资活动现金流</b>	-1121	-1629	100	-32	-12	应收账款周转率	33	46	146	82	81
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	60.08	71.14	32.58	23.06	23.36
长期股权投资减少	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>筹资活动现金流</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: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。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。