

2019年4月25日

顧向君

H70420@capiatl.com.tw

目標價(元)

1060

## 貴州茅臺(600519.SH)

**BUY 買入**
**开门红如期而至，后续关注直营比例提升**
**結論與建議：**

事件：公司2019年Q1实现营业总收入224.8亿，同比增22.21%，净利润112.2亿，同比增31.9%，综合毛利率为92.4%，同比上升0.7pct，应受益于非标产品占比提升。

- 1Q开门红如期预期，部分受益确认预收款（环比下降16%）。分项来看，茅台酒实现营收约195亿，同比增23.7%，测算销量增7.5%左右，吨价提升15%左右，主要受益1Q非标产品投放，系列酒实现营收21.3亿，同比增26.3%，高基数下保持较快增长。渠道来看，报告期对经销商整顿延续，合计减少经销商533家，其中系列酒经销商494家，营销网络进一步优化。另一方面，直销渠道收入占比仅5%，存在提升预期，此前公司发布了首批商超及卖场招商公告，分别向全国和本地供应400吨及200吨53度飞天茅台，后期直营及团购商超渠道部署有望加速。

- 税费方面，综合费用率为10.4%，同比下降1.27pct，主要受益销售费用下降7.7%，使销售费用率下降1.26pct，应主要由于营销推广力度减轻。此外经营现金流入减少，税金及附加率同比下降3.02pct至10.71%，应与税费确认节奏有关。

- 目前茅台依旧处于卖方市场，供需矛盾突出，部分地区终端售价突破2000元，短期看点主要集中于后续直营比例提升及幅度，将起到间接提价作用，产品吨价有望提升。

- 综上，略上调此前盈利预测，预计2019-2020年公司将实现净利润420亿、491亿，同比增19.3%和17%，EPS分别为33.43元和39元，当前股价对应PE分别为28倍和24倍，维持买入投资建议。

- 风险提示：食品安全问题，营销渠道改革不及预期

..... 接續下頁 .....

**公司基本資訊**

產業別	食品饮料		
A股价(2019/4/25)	952.37		
上证指数(2019/4/25)	3123.83		
股價12個月高/低	990/509.02		
總發行股數(百萬)	1256.20		
A股數(百萬)	1256.20		
A市值(億元)	11963.65		
主要股東	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (61.99%)		
每股淨值(元)	98.76		
股價/賬面淨值	9.64		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	23.2	40.1	39.8

**近期評等**

出刊日期	前日收盤	評等
2019-03-29	806.80	買入
2019-01-02	590.01	買入
2018-11-01	548.90	買入
2018-08-09	676.22	買入

**產品組合**

茅臺酒	89.0%
系列酒	11.0%

**機構投資者占流通A股比例**

基金	3.7%
一般法人	73.0%

**股價相對大盤走勢**


年度截止12月31日		2016	2017	2018	2019F	2020F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	16718	27079	35204	41998	49116
同比增減	%	7.84	61.97	30.00	19.30	16.95
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	13.31	21.56	28.02	33.43	39.10
同比增減	%	7.86	61.98	29.98	19.30	16.95
市盈率(P/E)	X	71.58	44.19	33.99	28.50	24.37
股利 (DPS)	RMB 元	6.79	10.99	14.54	17.38	20.33
股息率 (Yield)	%	0.71	1.15	1.53	1.82	2.13

預期報酬(Expected Return: ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% &gt; ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% &gt; ER &gt; -10%)

賣出 Sell (-30% &lt; ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

## 附一：合并損益表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
營業總收入	40155	61063	77199	89244	104003
經營成本	3410	5940	6523	7064	8173
營業稅金及附加	6509	8404	11289	12427	14482
銷售費用	1681	2986	2572	3208	3719
管理費用	4187	4721	5326	6106	7116
財務費用	-33	-56	-4	0	-4
資產減值損失	12	-8	1	-8	-7
投資收益				0	0
營業利潤	24266	38940	51343	60378	70486
營業外收入	9	12	12	12	12
營業外支出	316	212	527	390	330
利潤總額	23958	38740	50828	60000	70168
所得稅	6027	9734	12998	15001	17543
少數股東損益	1212	1927	2626	3001	3509
歸屬於母公司所有者的淨利潤	16718	27079	35204	41998	49116

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
貨幣資金	66855	87869	112075	135992	164593
應收賬款					
存貨	20622	22057	23507	25858	28443
流動資產合計	90181	112249	137862	161850	193037
長期股權投資					
固定資產	14453	15244	15249	16011	16491
在建工程	2746	2016	1954	1915	1896
非流動資產合計	22754	22361	21985	23524	24700
資產總計	112935	134610	159847	185374	217736
流動負債合計	37020	38575	42438	47969	56936
非流動負債合計	16	16			
負債合計	37036	38590	42438	47969	56936
少數股東權益	3004	4568	4570	4616	4662
股東權益合計	75899	96020	117408	137404	160801
負債及股東權益合計	112935	134610	159847	185374	217736

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
經營活動產生的現金流量淨額	37451	22153	41385	44622	52002
投資活動產生的現金流量淨額	-1103	-1121	-1629	-2856	-2600
籌資活動產生的現金流量淨額	-8335	-8899	-16441	-17849	-20801
現金及現金等價物淨增加額	28014	12133	23315	23917	28601

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。