

业绩增速维持高位，渠道变革有望夯实定价基础

季报点评

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

王言海(联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 事件:

公司发布2019年一季度报,19Q1实现营业收入216.44亿元,同增23.92%;归母净利润112.21亿元,同增31.91%。

● 业绩略超预告指引,增速维持高位,预收账款环比下降21.92亿

公司2019Q1业绩预告指引为营收同增20%左右,归母净利润同增30%左右,实际增速23.92%/31.91%,略超指引。分产品来看,茅台酒收入194.98亿元,同比增长23.68%;系列酒收入21.32亿元,同比增长26.30%。2019Q1预收账款为113.85亿元,环比下降21.92亿,应系季度确认贡献部分业绩,同比下降13.57%,应与2018年以来梳理渠道结构,较大幅度减少经销商有关。另外,由于支付的税费与存放央行和同业款项净增加额大幅增加,导致经营活动产生的现金流净额11.89亿,同比下降75.91%,销售商品、提供劳务收到的现金227.58亿,同比增长17.52%。

● 非标发货加大推升毛利率,期间费用率下降:

公司2019年第一季度实现毛利率92.11%,同比上升0.80pct,主要是受益于非标产品增长带动吨价提升;实现净利率55.05%,同比上升2.77pct,主要受益于产品结构提升和销售费用率下降。期间费用率10.80%,同比减少1.49pct,其中销售/管理费用率分别为3.88%/6.52%,较同期下降1.26pct/下降0.03pct。

● 渠道梳理回收配额量,直营有望放量以夯实定价基础:

公司渠道梳理仍在进行,报告期末国内经销商数量2454家,减少533家,其中酱香系列酒经销商减少494家,茅台酒经销商减少39家。批发渠道营收205.38亿元,同增27.88%,直销渠道营收10.92亿元,同减21.55%,占比仅4.86%,主要受公司电商等直营渠道梳理的短期影响,后续直营渠道有望分批、有节奏释放回收配额量:4月19日公司在贵州省招标网发布招标信息,对首批全国及贵州本地商超卖场进行公开招商,分别供应400吨和200吨53度飞天茅台;同时公布针对500强企业单位等直营团购计划。预计直营渠道供给量将分步释放,短期市场批价小幅波动。

● 盈利预测与估值:

预计公司2019~2021年实现归母净利426.05/504.32/593.82亿元,同比增长21.0%/18.4%/17.7%,对应EPS为33.92/40.15/47.27元。当前股价对应2019~2021年的PE为28.6/24.2/20.5倍。预计公司2019年直营方案落地,渠道变革有望夯实定价基础。维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示:**渠道改革方案不达预期,直营集中放量致市场批价超预期波动,高端需求受限

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	61,063	77,199	90,323	105,498	122,905
增长率(%)	52.1	26.4	17.0	16.8	16.5
净利润(百万元)	27,079	35,204	42,605	50,432	59,382
增长率(%)	62.0	30.0	21.0	18.4	17.7
毛利率(%)	90.3	91.6	91.4	92.4	92.3
净利率(%)	44.3	45.6	47.2	47.8	48.3
ROE(%)	30.2	32.2	31.5	29.0	26.8
EPS(摊薄/元)	21.56	28.02	33.92	40.15	47.27
P/E(倍)	45.0	34.6	28.6	24.2	20.5
P/B(倍)	13.3	10.8	8.9	6.9	5.5

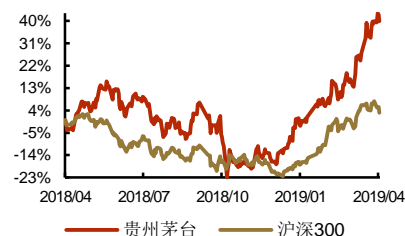
强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.04.25

收盘价(元):	952.37
一年最低/最高(元):	509.02/990.0
总股本(亿股):	12.56
总市值(亿元):	11,963.65
流通股本(亿股):	12.56
流通市值(亿元):	11,963.65
近3月换手率:	21.92%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	18.33	18.14	41.1
绝对	23.45	45.72	45.96

相关报告

《价格话语权强化,扬帆千亿基础扎实》
2019-03-29

《全力冲刺千亿目标,预收款加速确认成为常态》2018-08-01

《“国酒”茅台,酒业龙头,行业晴雨表》
2018-07-17

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	112249	137862	142372	150579	179639	营业收入	61063	77199	90323	105498	122905
现金	87869	112075	115556	117471	146560	营业成本	5940	6523	7768	8049	9445
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	8404	11289	12455	15399	17444
其他应收款	31	39	0	0	0	营业费用	2986	2572	2976	3503	4031
预付账款	791	1182	1226	1606	1716	管理费用	4721	5326	5871	5848	6391
存货	22057	23507	23571	30092	28940	财务费用	-56	-4	-35	12	34
其他流动资产	1501	1058	2020	1409	2422	资产减值损失	-8	1	0	0	0
非流动资产	22361	21985	45789	74884	98954	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	1	0	0
固定资产	15244	15249	18707	22492	26458	营业利润	38940	51343	61289	72687	85560
无形资产	3459	3499	3407	3309	3207	营业外收入	12	12	9	10	11
其他非流动资产	3658	3237	23674	49083	69289	营业外支出	212	527	304	340	346
资产总计	134610	159847	188161	225462	278593	利润总额	38740	50828	60994	72357	85225
流动负债	38575	42438	43434	38759	41411	所得税	9734	12998	15411	18292	21572
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	29006	37830	45583	54065	63653
应付账款	992	1178	649	960	551	少数股东损益	1927	2626	2978	3633	4271
其他流动负债	37583	41260	42784	37799	40860	归属母公司净利润	27079	35204	42605	50432	59382
非流动负债	16	0	0	0	0	EBITDA	37230	48641	58704	70272	82991
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	21.56	28.02	33.92	40.15	47.27
其他非流动负债	16	0	0	0	0						
负债合计	38590	42438	43434	38759	41411						
少数股东权益	4568	4570	7548	11181	15452	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	1256	1256	1256	1256	1256	成长能力					
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	营业收入(%)	52.1	26.4	17.0	16.8	16.5
留存收益	88227	109426	131773	158146	189161	营业利润(%)	60.5	31.9	19.4	18.6	17.7
归属母公司股东权益	91452	112839	137180	175522	221731	归属于母公司净利润(%)	62.0	30.0	21.0	18.4	17.7
负债和股东权益	134610	159847	188161	225462	278593	获利能力					
						毛利率(%)	90.3	91.6	91.4	92.4	92.3
						净利率(%)	44.3	45.6	47.2	47.8	48.3
						ROE(%)	30.2	32.2	31.5	29.0	26.8
						ROIC(%)	29.6	31.3	31.4	29.3	27.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.7	26.5	23.1	17.2	14.9
						净负债比率(%)	-91.5	-95.5	-79.8	-62.9	-61.8
						流动比率	2.9	3.2	3.3	3.9	4.3
						速动比率	2.3	2.7	2.7	3.1	3.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	5.8	6.0	8.5	10.0	12.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	21.56	28.02	33.92	40.15	47.27
						每股经营现金流(最新摊薄)	24.61	33.28	37.13	35.44	54.21
						每股净资产(最新摊薄)	72.80	89.83	109.20	139.72	176.51
						估值比率					
						P/E	45.0	34.6	28.6	24.2	20.5
						P/B	13.3	10.8	8.9	6.9	5.5
						EV/EBITDA	30.5	22.8	18.9	15.8	13.1

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	22153	41385	46638	44522	68094
净利润	29006	37830	45583	54065	63653
折旧摊销	1126	1175	1124	1410	1726
财务费用	-56	-4	-35	12	34
投资损失	0	0	-1	-0	-0
营运资金变动	-8318	2025	-34	-10965	2681
其他经营现金流	395	359	0	0	0
投资活动现金流	-1121	-1629	-24927	-30504	-25796
资本支出	1125	1607	3804	4095	4070
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	4	-22	-21123	-26410	-21726
筹资活动现金流	-8899	-16441	-18229	-12102	-13208
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8899	-16441	-18229	-12102	-13208
现金净增加额	12133	23315	3481	1915	29089

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>