

上半年业绩符合全年指引，静待直营放量



——贵州茅台（600519）2019年上半年经营数据点评

事件：7月12日贵州茅台发布上半年经营数据，19年上半年公司完成茅台酒基酒产量3.4万吨、系列酒基酒产量1.1万吨；实现营业总收入412亿元，同比增长16.9%，归属于上市公司股东的净利润199亿元，同比增长26.2%。

点评

❖ **业绩增速虽低于预期，但符合全年指引。**19年上半年业绩增速放缓，二季度营业总收入、净利润增速分别同比增长11.1%、19.6%。我们认为业绩不及预期主因：1)从经销商角度来看，公司已合计取消超800家经销商，预计对应的超6000吨额度尚未通过直销渠道进行投放，因此少了经销商整体配额；2)从直营角度来看，目前直营渠道尚未明显放量，仅增加了年份酒、精品酒等高附加值产品的投放，由于精品酒收入为新增收入，同时年份酒增速表现较好，因此非标放量或为19Q2利润弹性来源，预计19年Q4直营将开始放量。渠道方面，经销商6月底已拿到7、8月配额，而生肖酒等高附加值产品正常发货，预计19年Q2发货量约7000吨，同比增长约9.4%，但部分经销商存在囤货待旺季行为叠加6月底停止使用国酒茅台商标使得市场反馈仍缺货，一批价持续提升。

❖ **下半年直销渠道逐步放量有望提升均价，19年业绩将保持较快增长。**我们认为公司19年业绩有望保持较快增长主因：1)公司1.7万吨经销商配额固定，而其余将于下半年陆续通过直销渠道发货，同时公司加大非标酒占比利于提升整体均价，由于18Q3业绩基数较低，Q2业绩增速较低为Q3带来更多弹性；2)系列酒方面，公司计划在销量不变的前提下实现销售收入100亿元；3)经销商已于3月底将总经销商全年货款打完，而年份酒、精品酒也于6月将全年货款打完（部分大商款项退回），考虑到充足的预收款以及优秀的动销情况，预计公司业绩全年仍能保持较高增速。

❖ 维持公司“增持”评级

我们预计公司2019-2021年营业收入分别为895.30、1038.60、1196.49亿元；归属母公司股东的净利润分别为430.64、504.30、587.48亿元。我们认为受益于公司直销渠道比例逐步提升、品牌力不断增强，公司业绩将提升，给予公司32-34倍PE较为合理，对应合理股价为1096.96-1199.8元。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、高端酒景气度下滑。

盈利预测与估值

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	77199.38	89529.99	103859.58	119649.04
+/-%	26.43%	15.97%	16.01%	15.20%
归属母公司股东净利润(百万)	35204.00	43063.45	50430.81	58747.59
+/-%	30.00%	22.33%	17.11%	16.49%
EPS(元)	28.02	34.28	40.15	46.77
PE	35.02	28.63	24.45	20.99

资料来源：公司公告、川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	食品饮料
报告时间	2019/7/12
前收盘价	986.09元
公司评级	增持评级

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

联系人

张潇倩

证书编号：S1100118060009
021-68595150
zhangxiaoqian@cczq.com

川财研究所

北京	西城区平安里西大街28号 中海国际中心15楼， 100034
上海	陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳	福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

报表预测						现金流量表 (人民币, 百万)					
						2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
利润表 (人民币, 百万)						经营性现金净流量					
营业收入	61062.8	77199.4	89530.0	103859.6	119649.0	22157.1	41396.1	50820.0	49917.5	68686.6	
减:营业成本	5940.4	6522.9	7021.6	7806.4	8414.5	-1120.6	-1629.0	-1926.8	-6252.8	-6252.8	
营业税金及附加	8404.2	11288.9	13092.0	15187.5	17496.4	-8899.2	-16441.1	-14575.4	-16834.4	-19374.8	
营业费用	2986.1	2572.1	3703.0	4295.7	4948.8	现金流量净额					
管理费用	4720.5	5325.9	6176.6	7165.2	8254.5	12137.4	23326.1	34317.8	26830.3	43058.9	
财务费用	-55.7	-3.5	-2644.8	-3332.7	-4118.9	财务分析和估值指标					
资产减值损失	-8.1	1.3	1.9	1.9	1.9	盈利能力					
加:投资收益	0.0	0.0	-1.5	-1.5	-1.5	毛利率					
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	90.3%	91.6%	92.2%	92.5%	93.0%	
其他经营损益	-135.3	-158.4	-138.9	-138.9	-138.9	销售净利率					
营业利润	38940.0	51333.4	62039.1	72595.1	84511.5	12.5%	10.2%	8.1%	7.8%	7.6%	
加:其他非经营损益	-199.9	-515.4	-340.4	-340.4	-340.4	ROE					
利润总额	38740.1	50818.0	61698.8	72254.8	84171.1	29.6%	31.2%	31.1%	29.9%	28.8%	
减:所得税	9733.6	12993.1	15422.6	18061.6	21040.7	ROA					
净利润	29006.4	37824.9	46276.2	54193.2	63130.4	31.0%	34.6%	31.0%	31.4%	29.1%	
减:少数股东损益	1927.1	2626.0	3212.7	3762.4	4382.8	ROIC					
归属母公司股东净利润	27079.0	35204.0	43063.4	50430.8	58747.6	217.2%	228.6%	254.6%	420.5%	306.3%	
资产负债表 (人民币, 百万)						成长能力					
货币资金	79860.9	100619.6	134937.4	161767.7	204826.6	销售收入增长率					
应收和预付款项	2043.8	1796.1	3890.0	2603.6	4702.1	52.1%	26.4%	16.0%	16.0%	15.2%	
存货	22057.5	23507.0	33331.7	29859.8	38254.3	净利润增长率					
其他流动资产	37.5	140.1	140.1	140.1	140.1	61.7%	31.3%	16.2%	16.7%	16.2%	
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资本结构					
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率					
固定资产和在建工程	17260.5	17202.9	14818.9	22434.0	24549.0	23.2%	20.1%	23.1%	15.5%	18.1%	
无形资产和开发支出	3458.6	3499.2	3099.1	2699.0	2299.0	流动比率					
其他非流动资产	240.0	233.5	149.3	65.1	65.1	3.60	4.26	3.92	5.70	4.99	
资产总计	124958.9	146998.3	190366.5	219569.4	274836.2	速动比率					
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.83	3.46	3.16	4.82	4.21	
应付和预收款项	18461.1	18116.8	34105.7	25286.2	41920.1	经营效率					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率					
其他负债	10478.2	11473.0	9800.0	8800.0	7800.0	0.49	0.53	0.47	0.47	0.44	
负债合计	28939.3	29589.8	43905.7	34086.2	49720.1	存货周转率					
股本	1256.2	1256.2	1256.2	1256.2	1256.2	4.01	5.06	6.04	5.96	6.12	
资本公积	1375.0	1375.0	1375.0	1375.0	1375.0	业绩和估值					
留存收益	88820.4	110207.4	136045.5	166304.0	201552.5	EPS					
归属母公司股东权益	91451.5	112838.6	138676.6	168935.1	204183.7	21.6	28.0	34.3	40.1	46.8	
少数股东权益	4568.1	4569.9	7782.6	11545.0	15927.8	BPS					
股东权益合计	96019.6	117408.5	146459.3	180480.1	220111.5	72.8	89.8	110.4	134.5	162.5	
负债和股东权益合计	124958.9	146998.3	190365.0	214566.3	269831.6	PE					
						PB					
						13.5	10.9	8.9	7.3	6.0	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004