

2019年07月17日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

Q2 高基数稳增长，静待营销体制变革落地 买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	77,199	89,837	103,315	116,290
同比（%）	26.4%	16.4%	15.0%	12.6%
归母净利润（百万元）	35,204	43,094	50,085	57,047
同比（%）	30.0%	22.4%	16.2%	13.9%
每股收益（元/股）	28.02	34.31	39.87	45.41
P/E（倍）	34.38	28.09	24.17	21.22

事件

公司发布2019年中报，19年上半年实现营收411.73亿元（+16.8%），归母净利199.51亿元（+26.56%），扣非净利200.31亿元（+26.11%）。19Q2实现营业收入186.9亿元，同比+10.89%；归母净利87.3亿元，同比+20.3%；扣非净利87.3亿元，同比+18.4%。

投资要点

- **Q2 报表发货量低于预期，主因包材更换+渠道整合。**公司19H1飞天收入347.9亿元，同比+18.4%。考虑到18Q2报表高基数，收入/利润分别为169/73亿元，同比增长46/42%，19Q2收入/利润同比增长11/20%，高基数下稳增长。18Q2报表确认发货量约6800吨，预收款则环比下降32亿元。结合草根调研，估算报表19Q2淡季确认发货量约7000吨，低于市场预期。主因1）因包材由“国酒茅台”更换为“贵州茅台酒”，包材更换期间供应略受影响；2）渠道整合。由于公司管理层调整、经销商及集团营销体系架构调整影响，分渠道看直营发货进度较慢，经销商执行节奏加快。6月底多数经销商目前已经执行完7月计划，部分拿到8月配额；19H1公司直销渠道收入16亿元，同比-37.8%，测算上半年直销渠道发货868吨。淡季投放量增加的情况下，飞天批价仍居高不下，除6月底李保芳书记讲话后有小幅波动外，维持2050-2100元高位，验证需求缺口长期未满足。19H1毛利率91.87%，同比+0.93pct，预计非标占比提升+增值税税率下调均有贡献；19H1销售费用率4.83%，同比-1.4pct；管理费用率6.6%，同比-0.4pct，共同驱动净利率+3.5pct至51.5%。
- **预收款上升，展现高质量现金流。**二季度末预收款122.57亿元，环比+9亿元。公司6月底要求经销商打款下半年计划款至公司，虽部分渠道反馈公司退回部分款项，我们估算实际打款好于去年。
- **基酒生产超计划量完成，静待营销体制变革落地。**上半年完成基酒产量4.53万吨，其中茅台酒基酒产量3.44万吨、系列酒基酒产量1.09万吨。根据茅台集团相关会议信息，茅台酒基酒产能超计划完成129.8%，完成年度目标的70.04%。报告期内经销商渠道仍在梳理，期内减少近100家茅台酒经销商，预计调整已进尾声。下半年静待集团营销公司架构和方案落地，直营、团购、电商、商超等渠道预计加速放量。中长期看在集团营销公司推行大客户团购的同时，借助知名电商、商超等成熟渠道资源，将有利于渠道扁平化和价格稳定。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计19-21年公司收入达898/1033/1163亿，同比增长16%/15%/13%；归母净利润达431/501/570亿，同比增长22%/16%/14%；对应PE分别为28/24/21X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**高端酒需求回落风险，产能投放不达预期，食品安全风险，系列酒增长不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	963.50
一年最低/最高价	501.59/1035.60
市净率(倍)	10.55
流通A股市值 (百万元)	1210346.58

基础数据

每股净资产(元)	91.35
资产负债率(%)	27.56
总股本(百万股)	1256.20
流通A股(百万股)	1256.20

相关研究

- 1、《贵州茅台（600519）：如期迎来开门红，直营落地意在深远》2019-04-25
- 2、《贵州茅台（600519）：Q4利润创新高，渠道变革助增长》2019-03-29
- 3、《贵州茅台（600519）：短期增速放缓，长期供需紧张》2018-10-29

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	137862	169084	193820	233796	营业收入	77199	89837	103315	116290
现金	112075	142042	162890	201505	减:营业成本	6523	6779	7420	8081
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	11289	12982	14930	17169
存货	23507	23843	27989	28456	营业费用	2572	2701	2755	2810
其他流动资产	2280	3198	2942	3835	管理费用	5326	5990	6589	7116
非流动资产	21985	25611	29118	31787	财务费用	-4	-991	-855	-1396
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
固定资产	15249	18560	21846	24582	加:投资净收益	0	1	0	0
在建工程	1954	2342	2636	2679	其他收益	0	0	0	0
无形资产	3499	3407	3309	3207	营业利润	51343	62378	72477	82511
其他非流动资产	1283	1303	1327	1320	加:营业外净收支	-515	-413	-447	-434
资产总计	159847	194695	222938	265583	利润总额	50828	61965	72030	82077
流动负债	42438	49242	45652	52550	减:所得税费用	12998	15656	18210	20775
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	2626	3215	3736	4255
应付账款	1178	1695	160	1860	归属母公司净利润	35204	43094	50085	57047
其他流动负债	41260	47547	45492	50691	EBIT	47465	58153	67456	76611
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	48641	59273	68842	78258
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	42438	49242	45652	52550	每股收益(元)	28.02	34.31	39.87	45.41
少数股东权益	4570	7784	11521	15776	每股净资产(元)	89.83	109.59	131.96	157.03
					发行在外股份(百万 股)	1256	1256	1256	1256
归属母公司股东权益	112839	137669	165765	197257	ROIC(%)	31.3%	31.6%	30.4%	29.0%
负债和股东权益	159847	194695	222938	265583	ROE(%)	32.2%	31.8%	30.4%	28.8%
					毛利率(%)	91.6%	92.5%	92.8%	93.1%
					销售净利率(%)	45.6%	48.0%	48.5%	49.1%
					资产负债率(%)	26.5%	25.3%	20.5%	19.8%
					收入增长率(%)	26.4%	16.4%	15.0%	12.6%
					净利润增长率(%)	30.0%	22.4%	16.2%	13.9%
					P/E	34.38	28.09	24.17	21.22
					P/B	10.73	8.79	7.30	6.14
					EV/EBITDA	22.67	18.15	15.38	13.09

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

