

2019年7月18日

顧向君

H70420@captial.com.tw

目標價(元)

1100

公司基本資訊

產業別	食品飲料		
A 股價(2019/7/17)	963.50		
上证指数(2019/7/17)	2931.69		
股價 12 個月高/低	1035.6/501.59		
總發行股數(百萬)	1256.20		
A 股數(百萬)	1256.20		
A 市值(億元)	12103.47		
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)	91.35		
股價/賬面淨值	10.55		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	4.9	0.3	31.7

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2019-04-25	952.37	買入
2019-03-29	806.80	買入
2019-01-02	590.01	買入

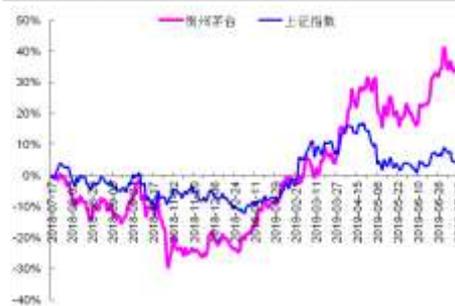
產品組合

茅臺酒	88%
系列酒	12%

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



貴州茅臺(600519.SH)

BUY 買入

批价坚挺，下半年直营有望落地

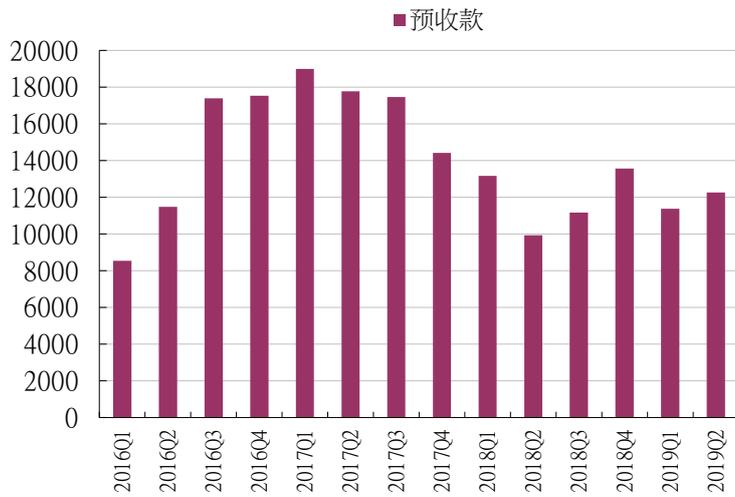
結論與建議：

事件：公司上半年实现营业总收入 395 亿，同比增 18.24%，净利润 199.5 亿，同比增 26.56%，综合毛利率 92.2%，同比上升 0.78pct。测算 2Q 实现营业总收入 187 亿，同比增 10.89%，净利润 87.3 亿，同比增 20.3%，毛利率为 92%，同比上升 0.9pct。

- 上半年茅台酒营收 347.95 亿，同比增 18%，系列酒营收 46.6 亿，同比增 17%。考虑到年初至今并未提价，产品结构提升为收入增量的主要来源(对应上半年毛利率提升 0.78pct)，实际发货量应在 1.5 万吨左右，同比低增长。以 2Q 看，茅台酒营收 153 亿，同比增 12%，批价一路上行已反映出市场供应偏紧的情况，出货有限造成 2Q 收入增速放缓。
- 费用方面，上半年综合费用率为 11.5%，同比下降 1.7pct，主要由于茅台酒市场投入费用减少，使销售费用同比下降 9.67%，销售费用率同比下降 1.37pct。2Q 综合费用率为 12.93%，同比下降 1.96pct。
- 2Q 末预收款约为 122.6 亿，同比增 23% (主要系公司政策调整影响)，环比仅增 8%，低于此前预期，一方面，截至 6 月底，茅台酒及系列酒经销商数减少 593 家，另一方面，公司提前三四季度打款旨在控制市场价，并非强制，因此经销商根据自身需求，打款节奏各异。目前茅台酒一批价突破 2000/瓶，价格居高不下，意味着卖方市场延续，随着下半年销售旺季临近，补库存驱使打款节奏将加速，全年业绩增长仍具较高确定性。
- 此外，年初公司曾表示要加大直营、商超等渠道投入，而 1H 直销收入 16 亿，占比仅 4.1%，表明直营渠道尚未放量。为达成年初既定目标，我们预期下半年直营放量将大概率落地，收入占比将有明显提升。
- 综上，预计 2019-2020 年公司 will 实现净利润 427 亿、506 亿，同比增 21% 和 18.5%，EPS 分别为 34 元和 40 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：直营提升不及预期  
..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019F	2020F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	16718	27079	35204	42734	50649
同比增減	%	7.84	61.97	30.00	21.39	18.52
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	13.31	21.56	28.02	34.02	40.32
同比增減	%	7.86	61.98	29.98	21.39	18.52
市盈率 (P/E)	X	72.39	44.69	34.38	28.32	23.90
股利 (DPS)	RMB 元	6.79	10.99	14.54	17.69	20.97
股息率 (Yield)	%	0.70	1.14	1.51	1.84	2.18

图 1: 贵州茅台预收款情况 单位: 百万元



资料来源: 公司公告, 群益金鼎證券

預期報酬(Expected Return; ER)為准, 說明如下:

強力買入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 買入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 強力賣出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并損益表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
營業總收入	40155	61063	77199	90708	105816
經營成本	3410	5940	6523	6785	7228
營業稅金及附加	6509	8404	11289	12666	14775
銷售費用	1681	2986	2572	3721	4109
管理費用	4187	4721	5326	6080	7014
財務費用	-33	-56	-4	-1	-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	61235	72482
營業外收入	9	12	12	12	12
營業外支出	316	212	527	285	275
利潤總額	23958	38740	50828	60962	72219
所得稅	6027	9734	12998	15262	18056
少數股東損益	1212	1927	2626	2967	3515
歸屬於母公司所有者的淨利潤	16718	27079	35204	42734	50649

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
貨幣資金	66855	87869	112075	136385	165484
應收賬款					0
存貨	20622	22057	23507	25858	28443
流動資產合計	90181	112249	137862	162242	193927
長期股權投資					0
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	185766	218627
流動負債合計	37020	38575	42438	47842	56388
非流動負債合計	16	16			
負債合計	37036	38590	42438	47842	56388
少數股東權益	3004	4568	4570	4616	4662
股東權益合計	75899	96020	117408	137924	162240
負債及股東權益合計	112935	134610	159847	185766	218627

## 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	45354	52908
投資活動產生的現金流量淨額	-1103	-1121	-1629	-2903	-2645
籌資活動產生的現金流量淨額	-8335	-8899	-16441	-18142	-21163
現金及現金等價物淨增加額	28014	12133	23315	24310	29099

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。