



2019-07-21

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

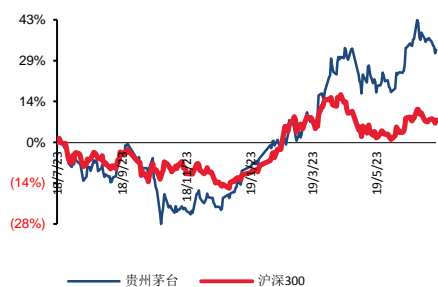
目标价: 1240.0

昨收盘: 955.87

日常消费 食品、饮料与烟草

贵州茅台中报分析：报表销量或超预期，吨价和预收款合理，净利率提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	1,200,762/1,200,762
12个月最高/最低(元)	1031.86/524.00

相关研究报告：

贵州茅台(600519)《贵州茅台业绩预告点评：收入利润符合预期，平均吨价提升明显》--2019/07/14

贵州茅台(600519)《贵州茅台：享受龙头溢价，提高目标价到1240元》--2019/06/29

贵州茅台(600519)《飞天茅台酒的合理价格应多少？》--2019/06/20

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：贵州茅台发布2019年中报，上半年实现营业总收入411.73亿元，同比增长16.80%；营业收入394.88亿元，同比增长18.24%；归母净利润199.51亿元，同比增长26.56%；扣非归母净利润200.31亿元，同比增长26.11%；销售毛利率91.87%，同比提升了0.93pct。单算二季度，营业总收入186.92亿元，同比增长10.89%；营业收入178.44亿元，同比增长12.01%；归母净利润87.30亿元，同比增长20.29%；扣非归母净利润87.30亿元，同比增长18.39%；销售毛利率91.57%，同比提升了1.03pct。

一、酒类销售强劲，报表销量或超预期，导致吨价异常、预收款略低

上半年的营业总收入、归母净利润与业绩预告相差无几，基本落地。刨除掉利息收入，酒类销售的营业收入表现更佳：上半年、单二季度分别同比增长18.24%、12.01%，其中茅台酒分别同比增长18.42%、12.33%。主营业务的增长更加强劲，突显了报表的质量。

中报并未披露上半年茅台酒的具体销量，若以公司管理层此前透露的1.4万吨计算，则上半年茅台酒平均吨酒价格高达248.53万元，同比增长约20.95%。相比去年同期，公司并未对普通飞天茅台提出厂价，且销售毛利率同比仅提升了0.93pct，虽然考虑到增值税下调的影响，但我们仍认为吨酒价格失真。另外，公司从4月开始加快经销商打款，并在6月中旬加快了发货节奏，市场对于中报预收款的预期乐观，但报表期末预收款为122.57亿元，环比增加8.72亿元，低于预期。

结合毛利率提升的幅度、吨酒价格失真、预收款低于预期等各方面，我们判断，预期差源自报表收入对应的茅台酒销量可能比管理层此前透露的销量更多。因为销售毛利率受销量预期差的干扰最小，我们从销售毛利率出发，倒推出吨酒价格同比提升的幅度，并据此估算真实的报表销量以及消化预收款的情况，修正上半年各季度的量价拆分如下：

	2019Q1	2019Q2	2019H1	2019全年预期
茅台酒销量(吨)	8660	6070	14730	32464
YOY	8.93%	-4.40%	3.01%	0%
平均吨酒价格(万/吨)	225	252	236	232
YOY	13.53%	17.50%	14.95%	14.00%

数据来源：公司公告、太平洋证券研究院

若上半年茅台酒的真实发货数量为 1.4 万吨，则报表销量超出 730 吨，以 Q1 销售结构常态下的平均吨酒价格 225 万/吨进行计算，折合消化预收款约 16.45 亿元，则截至 6 月底打款未发货的预收款总额修正为 139 亿元左右，对应约 6100 吨茅台酒的价值，约占比全年经销商合同总额的 36%。（考虑到单二季度，茅台酒经销商数量进一步减少 60 家，渠道严查严惩的力度并未放松，全年经销商合同可能缩量，实际占比应该更高。）我们认为，考虑到个性化产品基本完成全年打款、部分大商完成下半年打款后又退回 8 月份往后的货款，比例 36% 大致符合。

综上所述，主营业务的强劲表现突显了报表的质量，而报表销量可能超预期，合理解释了平均吨酒价格的异常，以及预收款的低于预期。从收入和量价的拆分层面看，中报比较健康。

二、毛利率提升，费用率改善，净利率后续即便回落也满足乐观预期

2019 年上半年普通飞天茅台同比并未提出厂价，吨酒价格提升主要靠非标产品的进一步提价和产品结构升级。根据中报，上半年直销比例仅 4.06%，同比下降 3.66pct，对吨价的提升帮助很有限。我们判断，去年在普通飞天茅台提出厂价之后，非标产品跟进涨价应该有所滞后，涨幅也并非一步到位，留给了今年进一步提价的空间，这种同比影响在今年下半年仍然存在。产品结构的变化，因为营销体制改革的影响以及集团营销公司的销售方案没有出台，导致去年回收的经销商配额无法顺利投放，二季度的产品结构并非常态，标品占比少，吨价同比提升更多。下半年随着营销体制改革的推进，更多直营模式开展起来，直销比例将会回升，渠道变革对收入和利润的贡献有望显现；同时，集团营销公司的销售方案出台在即（下文针对该方案会进一步展开），产品销售结构会回归正常。因此我们预判，下半年茅台酒的平均吨酒价格会比一季度高但比二季度低，全年的平均吨价区间为 [230, 232]，销售毛利率有望保持上半年左右的水平。

费用层面，上半年销售费用同比下滑了 9.67%，销售费用率仅 4.83%，同比降低 1.41pct；管理费用率（含研发）继续边际改善，同比降低 0.25pct。毛利率和费用率双改善，销售净利率明显提升，特别是刨除利息收入，主营业务的销售净利率达到了 49.41%，同比提升 4.3pct。2018 年度的销售费用预算为同比增长 40%，但最终落地却是 -13.86%，主要原因是去年下半年清理不合规经销商，特别是系列酒部分新招商，导致在去年二季度费用到达一个高点之后，下半年投放大幅度减少。2019 年度的销售费用预算为同比增长 83% 左右，但上半年却出现下滑，下半年同比基数低，费用提升很正常，建议销售费用率不宜过度乐观。我们全年乐观预期所对应的主营净利率约为 47.83%，留足回落空间。

综上所述，毛利率有望高位企稳，管理费用率持续边际改善，但销售费用率有可能季度间波动明显，主营业务的销售净利率下半年可能会出现回落。但即便如此，也仍将大概率达成我们的乐观预期。

三、集团营销公司销售方案大猜想，借助敏感性测试预判其影响

关于集团营销公司销售方案，其商议耗时已久，眼下出台在即，再度成为市场关注和热议的焦点。方案关乎公司收入、吨价、渠道结构等，进而影响毛利率、净利率等指标，也决定了今年及往后，净利率提升的逻辑是强化还是弱化了。

销售方案未能及时出台，明显影响到二季度的市场、结构和公司业绩。假如销售方案近期能够顺利出台，对下半年以及全年整体的影响又将如何？为了解答这个问题，我们根据上半年经营情况，结合全年任务目标，通过合理假设进行了敏感性测算，对销售方案可能出现的各种量价组合，在不同的年度销量场景下，预判其可能造成的影响如下：

销售配额 (吨)	假定2019年度收入目标依然顺利达成所对应的定价阈值 (元/瓶)		
	假定全年销量32464吨	假定全年销量31800吨	假定全年销量31000吨
3000	1014	1226	1470
3500	1028	1210	1419
4000	1039	1198	1381
4500	1047	1189	1351
5000	1054	1181	1327
5500	1059	1175	1308
6000	1064	1170	1292

数据来源：公司公告、太平洋证券研究院

注：假定销售方案只含普飞；下半年除集团营销公司以外的渠道，茅台酒的平均吨价=上半年吨价

极端情况下，假定2019年茅台酒销量与2018年持平，仍为32464吨，则只要集团营销公司的拿货价高于1064元/瓶，无论销售方案确定的配额是多少吨（6000吨以内），全年任务目标都依然会大概率完成。假定2019年茅台酒销量仅为31000吨，同比下滑4.51%，则为了完成年度收入增长14%的目标，全年平均吨价必须贡献19.38%以上的增量，超出上半年水平，需要集团营销公司拉高吨价，在这种情况下，如果定价低于1470元/瓶且配额不足3000吨，则任务目标大概率无法达成。

集团营销公司 普飞出厂价 (元/瓶)	假定2019年集团营销公司销售方案确定的配额为4500吨普飞		
	假定全年销量32464吨	假定全年销量31800吨	假定全年销量31000吨
949	低于预期	低于预期	低于预期
1029	低于预期	低于预期	低于预期
1109	超过预期	低于预期	低于预期
1189	超过预期	全年业绩符合预期	低于预期
1269	超过预期	超过预期	低于预期
1349	超过预期	超过预期	接近预期
1429	超过预期	超过预期	超过预期

数据来源：公司公告、太平洋证券研究院

以 4500 吨配额为例，我们分析了茅台酒年度销量的三种场景下，对应不同的出厂价定价，业绩超预期的可能性。其余配额以此类推。

综上所述，吨酒价格提升对全年增长目标贡献更大，但比较多种场景后可发现，要确保任务目标的顺利完成，最有利的场景还是需要维持全年茅台酒的销量不要下滑。在此背景下，集团营销公司的销售方案其弹性空间更足。当然，销量大、定价低的情况下达成收入增长目标，则利润弹性相对差，净利率提升的逻辑可能弱化。最极端的情况下，如果集团营销公司享受经销商待遇，按照 969 元/瓶拿货，且配额为 6000 吨，那么很可能需要量增来支撑全年收入增长 14%，有可能演变为年底提前确认预收款，“寅吃卯粮”导致业绩透支和平均吨价变差，利润弹性更弱。在这种情况下，需要适当下修 2019 年和 2020 年 EPS。

四、后续展望：“量平价升”逻辑仍成立，三季度同比低基数是良机

贵州茅台中报健康、现金流强劲，且茅台酒仍旧供不应求、价格高企，我们判断，下半年公司消化 1.8 万吨左右的茅台酒难度不大，关键看平均吨酒价格的变化。只要不出现极端的市场变化，且集团营销公司也不采取极端的销售方案，全年任务目标大概率能够实现。对比我们的最乐观预期，下半年还留有平均吨酒价格及销售净利率回落的空间。“量平价升，净利率明显提升”的逻辑仍成立，基本面目前没有问题。

从中报的股东成分来看，投资主体的结构不断优化，更加多元和均衡：虽然陆股通持股比例有所下降，但前十大流通股东中出现两家私募，看重绝对收益的、投资考核周期更长的长线资金的占比持续提升。

关于贵州茅台的中报业绩，市场确实出现了分歧，短期股价小幅回调。但从基本面和资金面的情况来看，我们判断大幅调整的概率仍比较低。后续展望，因为三季报的同比基数很低、真实动销情况可能很好等，市场逐步就会形成比较乐观的预期，是一个比较不错的投资机会。

五、盈利预测

综合考虑公司的经营计划和增长逻辑，我们预测公司 2019-2021 年的收入增速分别为 15%、13%、14%，净利润增速分别为 27%、16%、16%，对应 EPS 为 35.52、41.32、47.94 元。

暂维持 2019 年 EPS 为 35.52 不变。在不考虑普飞继续提价的前提下，预测 2020 年公司收入增长 13%、净利润增长 16%。如果明年普飞提价，则必将要继续上调明年的增速。

考虑投资结构优化和龙头溢价，我们判断贵州茅台的估值会继续上行，根据 2020 年 EPS 给 30 倍 PE，目标价 1240 元，对应 2019 年的动态 PE 为 34.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：QFII 和北上资金的短期大规模的退出，有可能是公司股价未来最大的利空，而它们卖出的前提是茅台销售遇到问题，收入利润增速大幅滑坡，或海外金融波动，资金紧张继续撤出。其他基本面很难构成对公司的不利影响。

单位：百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	77199	88779	100321	114365
收入同比(%)	26%	15%	13%	14%
归属母公司净利润	35204	44625	51901	60219
净利润同比(%)	30%	27%	16%	16%
每股收益(元)	28.02	35.52	41.32	47.94

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。