

高基数下单季增速收窄，下半年关注直营放量 ——半年报点评

贵州茅台(600519.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

贵州茅台发布2019年半年报。2019上半年公司实现营业总收入411.73亿元,同比增长16.80%,营业收入394.88亿元,同比增长18.24%;实现归母净利润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%。

2. 我们的分析与判断

(一) 高基数下 Q2 单季增速环比收窄

公司二季度单季收入、净利润同比增速低于一季度,主要与去年基数较高有关。从单季度数据来看,一、二季度公司营业总收入分别为224.81、186.92亿元,同比增速分别为22.21%、10.89%;营业收入分别为216.44、178.44亿元,同比增速分别为23.92%、12.01%;归母净利润分别为112.21、87.30亿元,同比增速分别为31.91%、20.29%;扣非归母净利润分别为113.02、87.30亿元,同比增速分别为32.79%、18.39%。公司总体增长仍然稳健,利润增速高于收入增速较多。

上半年茅台酒收入增速高于系列酒增速,为2016年以来首次。上半年茅台酒、系列酒分别实现收入347.95、46.55亿元,同比增速分别为18.42%、16.57%。

(二) 预收账款和现金流回升

公司预收账款和现金流量净额等先行指标回升,说明下游需求仍然景气。19Q2公司预收账款余额为122.57亿元,环比Q1增加8.72亿元,同比增长23.30%,结束连续6个季度的同比负增长。公司Q2收到销售回款205.71亿元,经营性现金流量净额为228.98亿元,经营性现金流量净额/净利润的比例从19Q1的9.98%提升至19Q2的246.72%,去年Q2该比例为164.29%。

打款政策调整对预收账款和现金流指标产生影响。根据酒说相关资料,公司6月中旬通知要求经销商在6月30日之前完成茅台酒53度(带杯装)三、四季度一并打款,取消原定的三季度打款计划。因此公司Q2预收账款和现金流改善在预期之内。

分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhuying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

朱艺泓

☎: 010-83571395

✉: zhuyihong_yj@chinastock.com.cn

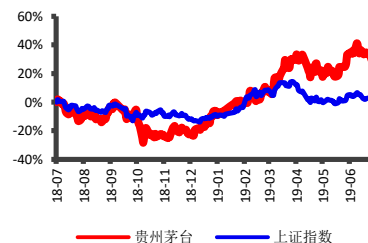
执业证书编号: S0130518090001

市场数据

2019-07-22

A股收盘价(元)	957.02
A股一年内最高价(元)	1,035.6000
A股一年内最低价(元)	509.02
上证指数	2886.97
市盈率	34.15
总股本(万股)	125619.78
实际流通A股(万股)	125619.78
限售的流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	12022.06

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

（三）毛利率和净利率提升

公司毛利率和净利率在高基数上继续稳步提升，盈利能力较强。19H1 公司毛利率为 91.87%，同比提升 0.92PCT，推测与公司增加高单价非标酒投放有关。19H1 公司销售费率 4.83%，同比下降 1.41PCT，说明公司营销投放有所收敛，考虑到下半年直营份额会有所增加，预计将伴随营销资源投放，全年销售费率将维持稳定；管理+研发费率 6.73%，同比下降 0.25PCT，管理效率进一步提升。毛利率的提升和期间费率的下降带动公司净利率同比提升 3.01PCT 至 53.68%。

（四）下半年关注直营放量

半年报披露的直营占比较去年有所下降。半年报显示，2019 年上半年公司直营销销售额占比为 4.06%，低于 2018 年上半年的 7.72%，2018 年全年直营销销售额占比为 5.95%。

上半年经销商数量继续减少，推测对应配额将用于增加直营投放。19H1 公司减少茅台酒经销商 99 家，其中 Q1 减少 39 家，Q2 减少 60 家；19H1 公司减少系列酒经销商 494 家，新增 21 家。2018 年公司减少茅台酒经销商 437 家。在 2018 年 12 月 28 日的茅台经销商大会上，李保芳表示，2019 年茅台将投放茅台酒 3.1 万吨，其中经销合同将以 2017 年计划量为基数和存量，坚持“不增不减”，共计约为 1.7 万吨左右，剩余 1.4 万吨将部分用于增加直营和自营的比例。2018 年公司计划投放茅台酒 2.8 万吨，实际投放 3.25 万吨，预计 2019 年实际投放量也会高于计划量。

上半年直营投放推动力度不大，下半年密切关注其量价政策。2019 年 4 月，公司拿出 600 吨配额公开招募商场卖场，被看作是直营渠道拓展的试水。5 月 5 日，贵州茅台集团营销公司揭牌。5 月底公司 2018 年度股东大会上，公司表示茅台直营店的茅台酒和系列酒供应量将每年增加 1000 吨左右，并考虑增加直营店数量。7 月，公司选择 3 家全国电商平台，供应 400 吨茅台酒。公司与集团营销公司的销售协议尚未敲定，对应的配额和售价均存在不确定性。由于直营毛利高于经销，因此直营占比提升有助于公司利润改善，但取决于公司与集团销售公司的销售对价确定结果，若高于目前对经销商的售价，将提升公司利润，若低于经销售价，该部分利润将被集团消化。

3. 投资建议

预计公司 2019-2021 年度实现营业总收入 903.00、1050.64、1216.43 亿元，分别同比增长 16.97、16.35、15.78%，实现归母净利润 426.86、503.36、585.26 亿元，分别同比增长 21.25、17.92、16.27%，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 33.98、40.07、46.59 元，目前价格对应 PE 倍数为 28、24、21 倍，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

食品安全风险；下游需求疲软风险；直营投放不及预期风险。

附录

表 1: 公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	40155.08	61062.76	77199.38	90300.11	105064.18	121643.31
营业收入增长率	20.06%	52.07%	26.43%	16.97%	16.35%	15.78%
归属净利润 (百万元)	16718.36	27079.36	35203.63	42685.60	50335.85	58526.26
净利润增长率	7.84%	61.97%	30.00%	21.25%	17.92%	16.27%
EPS (元) (摊薄)	13.31	21.56	28.02	33.98	40.07	46.59
P/E	72	44	34	28	24	21

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院 (PE 对应 2019 年 7 月 22 日收盘价)

图 1: 公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动

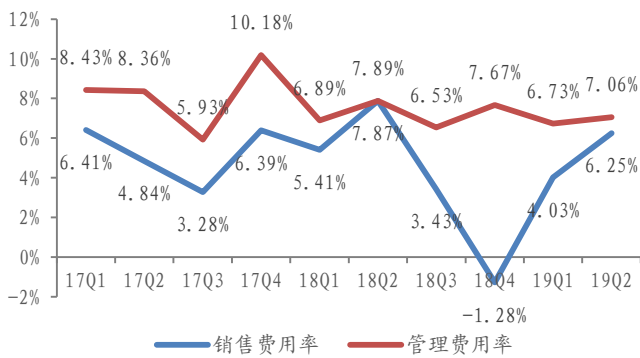
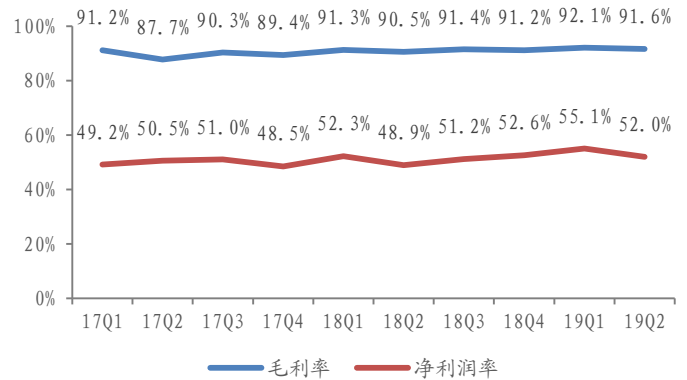


图 2: 公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 关键财务指标 (半年度比较)

	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
成长能力						
营业收入增速	1.37%	10.17%	15.18%	33.11%	38.06%	18.24%
利润总额增速	0.97%	9.06%	14.49%	25.99%	41.26%	24.52%
归属净利润增速	-0.25%	9.11%	11.59%	27.81%	40.12%	26.56%
归属扣除净利润增速	-2.59%	8.83%	11.52%	28.20%	40.82%	26.11%
盈利、营运能力						
ROE	16.45%	13.75%	13.66%	15.15%	17.06%	17.53%
总资产周转率	0.26	0.23	0.21	0.22	0.27	0.25
净利率	52.44%	51.68%	50.04%	47.24%	48.00%	51.48%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (半年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

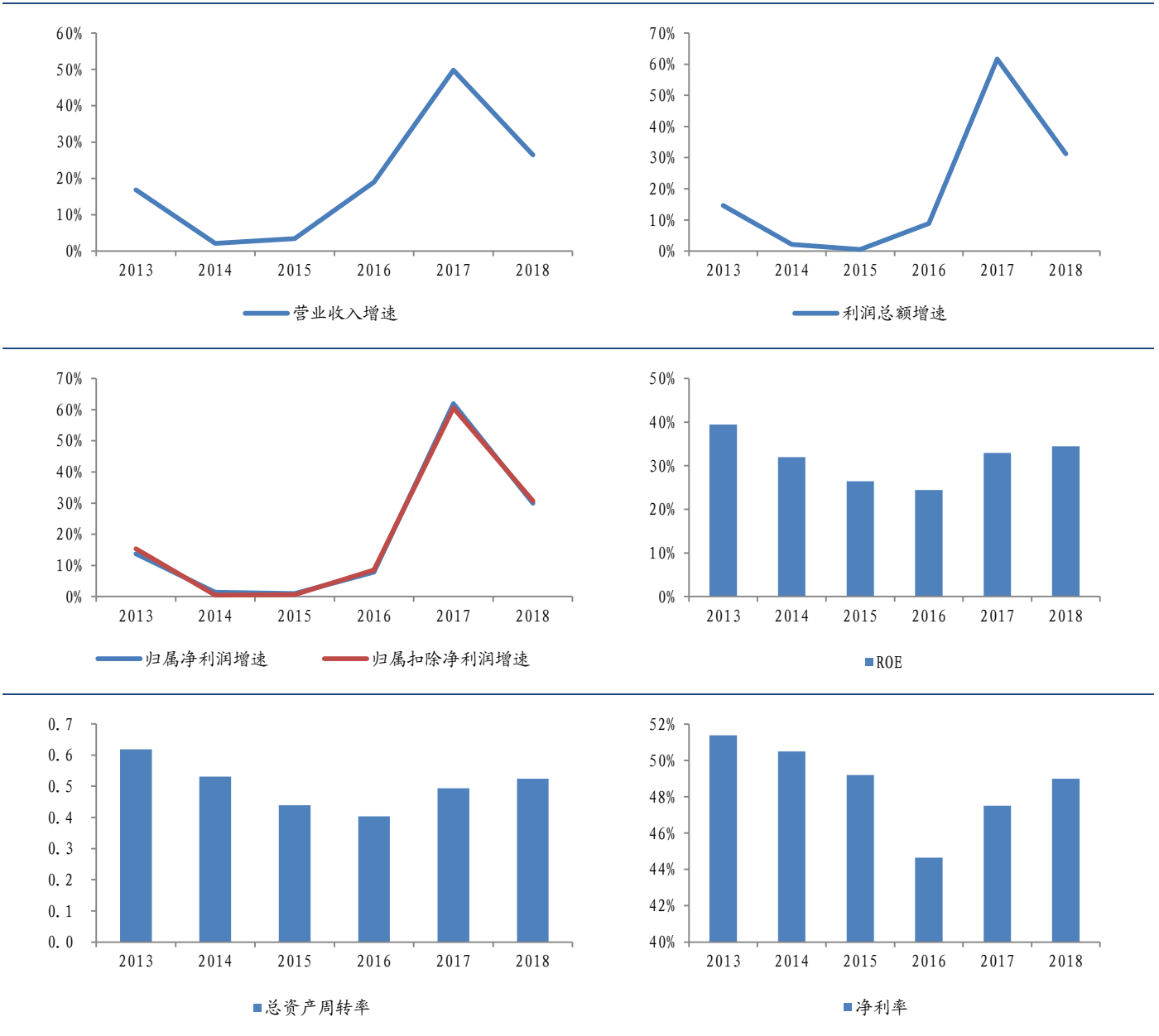
表 3: 关键财务指标 (年度比较)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
成长能力						
营业收入增速	16.88%	2.11%	3.44%	18.99%	49.81%	26.49%
利润总额增速	14.61%	2.10%	0.55%	8.89%	61.70%	31.20%
归属净利润增速	13.74%	1.41%	1.00%	7.84%	61.97%	30.00%
归属扣除净利润增速	15.30%	0.45%	0.62%	8.57%	60.57%	30.71%
盈利、营运能力						

ROE	39.43%	31.96%	26.42%	24.44%	32.95%	34.46%
总资产周转率	0.62	0.53	0.44	0.40	0.49	0.52
净利率	51.38%	50.50%	49.20%	44.65%	47.50%	49.00%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

周颖，食品饮料行业分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

朱艺泓，食品饮料行业分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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。银河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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

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

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn