

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

**贵州茅台 (600519)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2019年08月12日

## 方案落地超预期，期待旺季表现

**证券分析师：陈梦瑶** 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001  
**证券分析师：郭尉** 15210587234 guowei1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100001

### 事项：

公司公告经本公司第二届董事会 2019 年度第五次会议审议通过，本公司向包括贵州茅台集团营销有限公司（以下简称营销公司）在内的茅台集团控股子公司和分公司销售茅台酒及系列酒。2019 年度，交易金额不超过本公司 2018 年末净资产金额的 5%（56 亿元）。

### 国信观点：

我们认为茅台集团方案落地超预期打消疑虑，市场保持供需紧平衡状态，批价坚挺回调幅度有限，公司具备通过调整产品和渠道结构实现均价提升和更高业绩弹性，上调 2019-2021 年 EPS 为 34.94/41.07/46.94 元，分别对应 28/23/21 倍 PE，一年期目标估值 1150-1232 元，维持“买入”评级。

### 点评：

#### ■ 营销公司方案落地，超预期打消市场疑虑

公司随公告指出控股股东遵守其在本公司上市时所作承诺，关联交易销售价格与其他非关联经销商的购货价格相同或定价原则相同，以 56 亿元测算对应飞天销量约 2800 吨，较市场此前预期较少，方案落地超预期。公司同时指出为提升消费者体验，管控终端市场，因违规被收回的茅台酒经营权将重新统筹投放到自营、团购等渠道，预计前期收回 6000 吨额度的剩余部分有望陆续投入直营渠道，近商超招标完成展开销售，回顾 2019H1 直销渠道收入 16.0 亿元同减 38%，占比仅 4.1%下降 3.6pcts，Q2 直营渠道仅 2.9%，预计随方案落地下半年比例将有所提升，强化公司业绩。经历 3 个月以来集团营销公司方案终落地，符合公司前期在股东会上所强调的大股东不会与中小股东争利，最终的方案是守法的、符合反腐要求的、也是保障股东权益的。

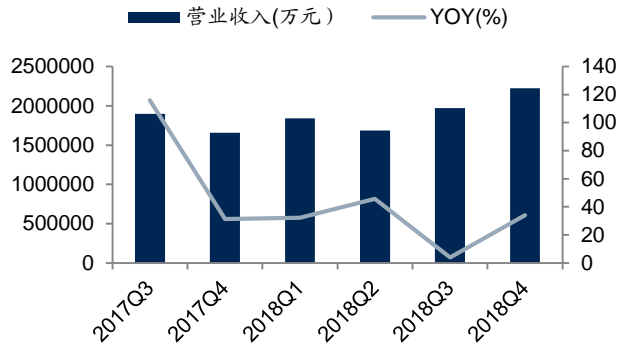
#### ■ 放量望加快批价仍坚挺，期待旺季表现

回顾上半年公司在渠道调整期，打款及发货确认节奏致业绩增速有所回落，实际发货同比增加，7 月以来货源紧俏，中秋行情提前启动，7-8 月额度提前执行，下半年按计划茅台酒的投放量约 1.8 万吨，公司近期市场工作会议提出的中秋国庆旺季放量 7400 吨，预计近期放量将加速，考虑到市场旺盛需求，预计仍将维持供应紧缺状态，即使放量增加、批价回调幅度预计有限，期待旺季销售表现。

#### ■ 盈利预测评级

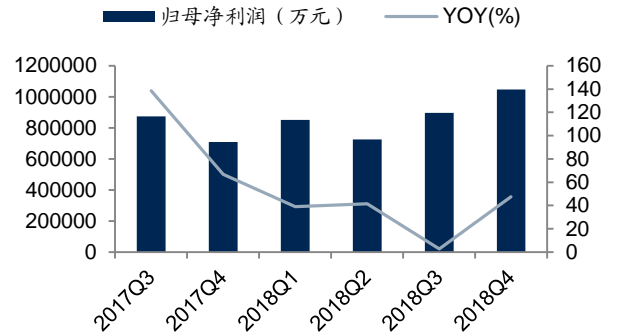
我们认为茅台集团方案落地超预期打消疑虑，市场保持供需紧平衡状态，批价坚挺回调幅度有限，公司具备通过调整产品和渠道结构实现均价提升和更高业绩弹性，上调 2019-2021 年 EPS 为 34.94/41.07/46.94 元，分别对应 28/23/21 倍 PE，一年期目标估值 1150-1232 元，维持“买入”评级。

图 1: 公司分季度营业收入及同比增速



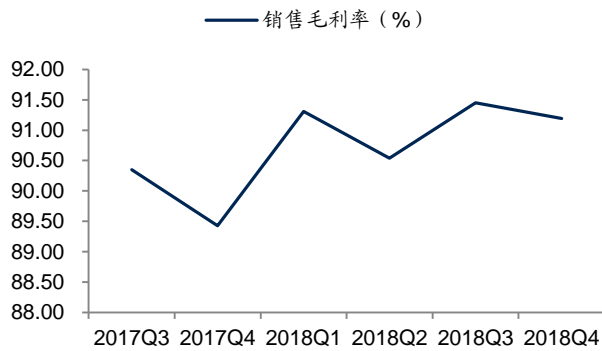
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司分季度归母净利润及同比增速



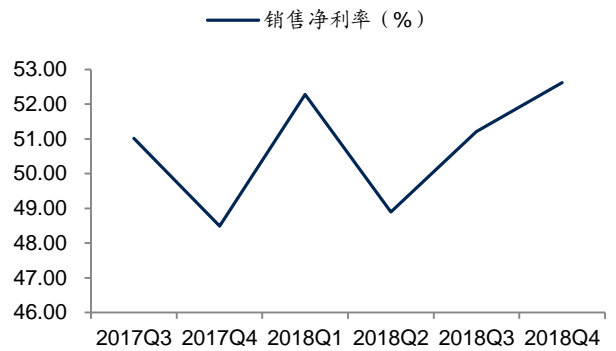
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司分季度毛利率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司分季度净利率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2019-8-9	EPS		PE	
				2019E	2020E	2019E	2020E
泸州老窖	买入	1133	77.38	3.14	3.98	24.6	19.4
五粮液	买入	4581	118.02	4.35	5.28	27.1	22.4
平均						25.9	20.9
贵州茅台	买入	12085	962.03	34.94	41.07	27.5	23.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

行业景气度波动; 渠道拓展缓慢; 产能建设不达预期;

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	100620	131333	157069	196855
应收款项	564	1633	922	1970
存货净额	23507	25951	30143	31777
其他流动资产	1372	1150	1676	1417
<b>流动资产合计</b>	<b>126063</b>	<b>160066</b>	<b>189810</b>	<b>232020</b>
固定资产	15249	16011	14820	13628
无形资产及其他	3499	3299	3099	2899
投资性房地产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>146998</b>	<b>179526</b>	<b>207794</b>	<b>248612</b>
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	1178	1177	1494	1455
其他流动负债	28412	35722	34030	41007
<b>流动负债合计</b>	<b>29590</b>	<b>36900</b>	<b>35524</b>	<b>42462</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>29590</b>	<b>36900</b>	<b>35524</b>	<b>42462</b>
少数股东权益	4570	7844	11693	16092
股东权益	117408	142626	172270	206150
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>146998</b>	<b>179526</b>	<b>207794</b>	<b>248612</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	28.02	34.94	41.07	46.94
每股红利	11.00	17.47	20.53	23.47
每股净资产	89.83	107.29	127.83	151.30
ROIC	229%	260%	439%	374%
ROE	31%	33%	32%	31%
毛利率	91%	92%	92%	93%
EBIT Margin	69%	67%	67%	67%
EBITDA Margin	71%	68%	68%	69%
收入增长	26%	17%	16%	13%
净利润增长率	51%	52%	53%	53%
资产负债率	20%	21%	17%	17%
息率	1.1%	1.8%	2.1%	2.4%
P/E	34.3	27.5	23.4	20.5
P/B	10.7	9.0	7.5	6.4
EV/EBITDA	21.4	17.6	14.7	12.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>77199</b>	<b>90620</b>	<b>105392</b>	<b>119288</b>
营业成本	6523	7080	8030	8864
营业税金及附加	11289	13412	15387	17297
销售费用	2572	2990	3478	3937
管理费用	5326	6525	7483	8350
财务费用	(14)	(100)	(100)	(100)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
其他收入	3402	0	0	0
营业利润	51333	63222	74258	84822
营业外净收支	(515)	(340)	(340)	(340)
<b>利润总额</b>	<b>50818</b>	<b>62882</b>	<b>73918</b>	<b>84482</b>
所得税费用	12996	15721	18480	21120
少数股东损益	2626	3274	3849	4399
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>35204</b>	<b>43887</b>	<b>51590</b>	<b>58963</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>35204</b>	<b>43887</b>	<b>51590</b>	<b>58963</b>
资产减值准备	1	0	0	0
折旧摊销	1175	1476	1476	1392
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(14)	(100)	(100)	(100)
营运资本变动	3474	6463	(1191)	6149
其它	1556	(1424)	(3233)	(861)
<b>经营活动现金流</b>	<b>41396</b>	<b>50303</b>	<b>48542</b>	<b>65541</b>
资本开支	(1607)	0	0	0
其它投资现金流	(22)	(255)	(255)	(255)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1629)</b>	<b>(255)</b>	<b>(255)</b>	<b>(255)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(16441)	(19334)	(22550)	(25500)
其它融资现金流	0	0	0	(0)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(16441)</b>	<b>(19334)</b>	<b>(22550)</b>	<b>(25500)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>23326</b>	<b>30713</b>	<b>25736</b>	<b>39786</b>
货币资金的期初余额	74928	100620	131333	157069
货币资金的期末余额	100620	131333	157069	196855
企业自由现金流	36961	50785	49205	66398
权益自由现金流	36972	52742	51639	69384

## 相关报告:

- 《贵州茅台-600519-2018 年年报点评: 业绩超预期, 回款积极望迎开门红》 ——2019-03-30
- 《贵州茅台-600519-2018 年三季报点评: 高基数影响业绩, 预收款环增》 ——2018-10-30
- 《贵州茅台-600519-2018 年半年报点评: 业绩稳增价格坚挺, 系列酒表现靓丽》 ——2018-08-02
- 《贵州茅台-600519-2018 年一季报点评: 降费增利业绩稳健, 销量平稳景气延续》 ——2018-05-02
- 《贵州茅台-600519-2017 年年报点评: 业绩超预期, 量价稳健, 渠道强化》 ——2018-03-28

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032