

贵州茅台 (600519)

证券研究报告

2019年09月15日

看好全年稳健增长，集团方案落地提振市场信心

事件：

1、贵州茅台发布 2019 年半年报：公司实现营业收入 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%。

2、公司回应上交所工作函：2019 年度，关联交易金额不超过本公司 2018 年末净资产金额的 5% (56 亿元)，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。公司强化市场整治，违规被收回的茅台酒将投放到自营、团购等本公司营销布局的渠道。

点评：

1、公司营业收入稳健增长，下游需求旺盛。公司上半年实现营业总收入 411.7 亿元，同比增长 16.80%，Q2 实现营业总收入 186.9 亿元，增长 10.89%，Q2 归母净利润 87.3 亿元，同比增长 20.3%，我们认为 Q2 营收增速同步环比均小幅下滑主要系公司收入确认节奏有关（18 年 H1 公司营收同比增长 38.27%，Q2 预收款同比下降 78.40 亿元，环比下降了 32.32 亿元）和包材更换等原因。今年公司上半年预收账款达到 122.6 亿元，Q2 同比增长 23.2 亿元，环比增长 8.7 亿元，我们认为不同于之前两年的 Q2 预收账款环比下降的主要原因是公司实行提前打款政策以及上半年市场需求高涨，价格维持高位。公司现金流量表现亮眼，上半年经营性现金流实现 241 亿，同比增长 35.82%，Q2 经营性现金流净额实现 229 亿，同比增长 78.9%，Q2 销售回款 205.7 亿元，同比增长 34.9%，反映下游保持强劲需求。

2、持续推进营销体系改革，茅台酒占比提升。渠道方面，公司持续推进直营占比政策，上半年清理了 494 家酱香系列酒经销商，上半年公司直营收入占比 4.06%，同比下降 3.66pct，我们认为直营收入占比下降的主要原因系公司营销体系调整所致，可以持续关注后续表现。今年公司与经销商签订的合同总量为 1.7 万吨茅台酒，剩余的 1.4 万吨茅台酒为“增量”部分，其中多数将用于茅台自营和直销渠道的建设。茅台酒上半年收入 347.9 亿元，其中 Q2 收入 152.9 亿，同比增长 12.3%，上半年毛利率实现 91.87%，Q2 毛利率实现 91.57%，Q2 同比提升 1.03pct，我们认为公司上半年收入增长、毛利率提升主要系产品结构调整；系列酒上半年收入 46.6 亿元，Q2 收入 25.2 亿元，同比增长 9.4%，我们认为系列酒收入情况有受到上半年公司清理系列酒经销商的影响。

3、盈利能力继续提升，营销方案落地，持续关注茅台酒市场价。公司上半年税金及附加占比 11.51%，同比下降 1.65pct；管理费用率 6.60%，同比下降 0.36pct，我们认为管理费用率下降主要系公司费用管控以及规模效应；销售费用率 4.83%，同比下降 1.41pct，销售费用下降主要系广告宣传以及市场推广费同比下降 11.28%。公司回应交易所监管函，我们认为公司方案落地利好吨价，有望增厚公司利润。另外，公司 8 月召开了控价稳市会议，多项措施稳定价格并加大市场投放，根据最新的市场反馈，公司政策已经获得市场正向反馈，部分地区价格已有所回落。

盈利预测：

考虑到公司营销体系改革持续提升中，下游需求旺盛，我们维持盈利预测，我们预计公司 19-21 年营业总收入为 911、1066、1226 亿元，归母净利润自为 429、515、603 亿元，EPS 分别为 34.16、40.98、47.99 元/股，对应 PE 分别为 31.3、26.1、22.29 倍。

风险提示：食品安全问题，改革不达预期，海外布局不达预期；

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	1099 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股股本(百万股)	1,256.20
A 股总市值(百万元)	1,380,561.38
流通 A 股市值(百万元)	1,380,561.38
每股净资产(元)	91.35
资产负债率(%)	27.56
一年内最高/最低(元)	1151.02/509.0
	2

作者

刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
郑蔚宇	联系人
zhengweiyu@tfzq.com	

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

- 《贵州茅台-季报点评:一季度实现开门红，直销政策落地助未来业绩增长!》 2019-04-30
- 《贵州茅台-年报点评报告:18 业绩符合预期，19 乐观展望直营布局》 2019-04-09
- 《贵州茅台-季报点评:三季度发货量下滑，长期坚持看好》 2018-10-31

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	61,062.76	77,199.38	91,095.27	106,581.47	122,568.69
增长率(%)	52.07	26.43	18.00	17.00	15.00
EBITDA(百万元)	40,153.87	52,653.32	62,687.44	75,000.03	87,674.68
净利润(百万元)	27,079.36	35,203.63	42,909.86	51,481.11	60,285.56
增长率(%)	61.97	30.00	21.89	19.98	17.10
EPS(元/股)	21.56	28.02	34.16	40.98	47.99
市盈率(P/E)	49.61	38.16	31.31	26.10	22.29
市净率(P/B)	14.69	11.91	9.57	7.58	5.97
市销率(P/S)	22.00	17.40	14.75	12.61	10.96
EV/EBITDA	19.71	12.01	19.36	15.61	12.75

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	87,868.87	112,074.79	136,260.98	182,802.70	240,144.45
应收票据及应收账款	1,221.71	563.74	8,258.46	2,724.42	4,265.97
预付账款	790.81	1,182.38	2,056.34	883.73	2,594.98
存货	22,057.48	23,506.95	37,585.18	25,154.88	47,238.68
其他	310.32	533.97	644.77	663.21	711.36
流动资产合计	112,249.19	137,861.84	184,805.73	212,228.93	294,955.44
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	15,244.10	15,248.56	15,251.79	14,938.97	14,423.51
在建工程	2,016.41	1,954.32	1,208.59	773.16	493.89
无形资产	3,458.62	3,499.18	3,418.27	3,337.37	3,256.47
其他	1,608.66	1,246.71	1,586.24	1,460.64	1,411.10
非流动资产合计	22,327.78	21,948.76	21,464.91	20,510.14	19,584.97
资产总计	134,610.12	159,846.67	206,313.99	232,776.60	314,579.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	992.06	1,178.30	1,788.67	1,221.62	2,259.84
其他	37,582.86	41,259.89	56,369.28	42,670.93	71,184.71
流动负债合计	38,574.92	42,438.19	58,157.95	43,892.55	73,444.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.57	0.00	10.38	8.65	6.34
非流动负债合计	15.57	0.00	10.38	8.65	6.34
负债合计	38,590.49	42,438.19	58,168.33	43,901.20	73,450.90
少数股东权益	4,568.10	4,569.92	7,770.76	11,610.96	16,107.92
股本	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20
资本公积	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96
留存收益	89,601.87	110,801.13	139,118.70	176,008.24	223,764.38
其他	(781.51)	(593.73)	(1,374.96)	(1,374.96)	(1,374.96)
股东权益合计	96,019.63	117,408.49	148,145.66	188,875.40	241,128.50
负债和股东权益总	134,610.12	159,846.67	206,313.99	232,776.60	314,579.39

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	29,006.42	37,829.62	42,909.86	51,481.11	60,285.56
折旧摊销	1,125.83	1,175.43	883.39	909.16	925.63
财务费用	0.00	0.00	(17.90)	(23.00)	(30.48)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(3,979.75)	6,447.19	(7,367.10)	4,976.99	4,214.49
其它	(3,999.48)	(4,067.00)	3,200.83	3,840.20	4,496.96
经营活动现金流	22,153.04	41,385.23	39,609.09	61,184.47	69,892.16
资本支出	1,104.20	1,163.60	49.62	81.73	52.31
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,224.85)	(2,792.56)	(116.90)	(155.90)	(103.77)
投资活动现金流	(1,120.65)	(1,628.96)	(67.28)	(74.17)	(51.46)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	239.66	191.30	(763.34)	23.00	30.48
其他	(9,138.84)	(16,632.39)	(14,592.29)	(14,591.57)	(12,529.43)
筹资活动现金流	(8,899.18)	(16,441.09)	(15,355.62)	(14,568.58)	(12,498.94)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12,133.21	23,315.18	24,186.19	46,541.72	57,341.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	61,062.76	77,199.38	91,095.27	106,581.47	122,568.69
营业成本	5,940.44	6,522.92	7,187.42	8,302.70	9,425.53
营业税金及附加	8,404.21	11,288.93	13,320.93	15,585.49	17,923.32
营业费用	2,986.07	2,572.08	2,732.86	2,877.70	3,064.22
管理费用	4,701.80	5,325.94	6,022.82	5,693.12	5,370.42
研发费用	18.74	21.95	25.91	30.31	34.86
财务费用	(55.72)	(3.52)	(17.90)	(23.00)	(30.48)
资产减值损失	(8.05)	1.29	1.29	1.29	1.29
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	135.27	126.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	38,940.01	51,342.99	61,821.95	74,113.86	86,779.54
营业外收入	12.20	11.62	10.79	11.54	11.32
营业外支出	212.14	527.00	351.81	363.65	414.16
利润总额	38,740.07	50,827.60	61,480.93	73,761.75	86,376.70
所得税	9,733.65	12,997.99	15,370.23	18,440.44	21,594.17
净利润	29,006.42	37,829.62	46,110.69	55,321.31	64,782.52
少数股东损益	1,927.06	2,625.99	3,200.83	3,840.20	4,496.96
归属于母公司净利润	27,079.36	35,203.63	42,909.86	51,481.11	60,285.56
每股收益(元)	21.56	28.02	34.16	40.98	47.99

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	52.07%	26.43%	18.00%	17.00%	15.00%
营业利润	60.47%	31.85%	20.41%	19.88%	17.09%
归属于母公司净利润	61.97%	30.00%	21.89%	19.98%	17.10%
获利能力					
毛利率	90.27%	91.55%	92.11%	92.21%	92.31%
净利率	44.35%	45.60%	47.10%	48.30%	49.19%
ROE	29.61%	31.20%	30.57%	29.04%	26.79%
ROIC	414.73%	587.05%	1144.26%	541.86%	1422.26%
偿债能力					
资产负债率	28.67%	26.55%	28.19%	18.86%	23.35%
净负债率	-91.51%	-95.46%	-91.98%	-96.78%	-99.59%
流动比率	2.91	3.25	3.18	4.84	4.02
速动比率	2.34	2.69	2.53	4.26	3.37
营运能力					
应收账款周转率	59.89	86.48	20.65	19.41	35.07
存货周转率	2.86	3.39	2.98	3.40	3.39
总资产周转率	0.49	0.52	0.50	0.49	0.45
每股指标(元)					
每股收益	21.56	28.02	34.16	40.98	47.99
每股经营现金流	17.63	32.94	31.53	48.71	55.64
每股净资产	72.80	89.83	111.75	141.11	179.13
估值比率					
市盈率	49.61	38.16	31.31	26.10	22.29
市净率	14.69	11.91	9.57	7.58	5.97
EV/EBITDA	19.71	12.01	19.36	15.61	12.75
EV/EBIT	20.27	12.28	19.63	15.80	12.89

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com