东兴证券
DONGXING SECURITIES

贵州茅台（600519）：渠道改革任重道远，价格管控能力凸显

——贵州茅台 2019Q3 财报点评

2019 年 10 月 16 日

强烈推荐/维持

贵州茅台 | 公司报告

事件：公司发布 2019 年三季报，前三季度公司实现营业收入 609.35 亿元，同比+16.64%，实现归母净利润 304.55 亿元，同比+23.13%。其中，Q3 实现营收 214.47 亿元，同比+13.81%，实现归母净利润 105.05 亿元，同比+17.11%。

渠道改革仍处于阶段性调整中，长期为公司价格管控做好铺垫。公司 Q3 发货量约为 9100 吨，不及预期 1 万吨，去年公司从 437 家茅台经销商处收回 6000 吨茅台酒配额，开 始进行渠道改革，增加直营占比，但由于直营规划仍在推进，出货量阶段性放缓，19Q3 直营金额 31.03 亿元，较去年同期减少 7.67 亿元。茅台作为第一白酒企业，渠道改革需多方平衡和考量，稳步推进。但是加强对价格的管控需要渠道结构的支撑，这是未来稳定发展的基石，可以看到当前公司对价格的管控是卓有成效的。

茅台批价站稳 2000 元以上，高端白酒需求韧性强。目前茅台的一批价在 2300 元左右，维持小幅上涨的态势。中秋旺季之后批价小幅回调至 2200 元左右，调节放货使得价格会有波动，但是整体上茅台仍处于供不应求的状态，由于茅台具备了公允的社会价值，也是公认的社交货币，使得未来的价格会脉冲式上涨。目前高端白酒市场容量大概在 6 万吨的水平，未来三年扩容 2-3 万吨，高端白酒将持续经历量价齐升的阶段。茅台作为行业的领头羊，将持续受益并引领白酒行业的升级之路。

直营占比扩大叠加全年量价齐升，或助力公司 19 年超过管理层 14%-16%的业绩预期。公司长期的价值主要驱动力在于冲破高端酒天花板、出厂价的再提升和直营占比扩大。我们认为直营占比的提升将是近几年茅台业绩增长的新驱动，虽然前三季度直营进展缓慢，但仍存在加速的迹象。19Q3 直营占比 5%，较 19H1 提升 1pct。近段时间，随着物美、华润万家、Costco、天猫、苏宁等直销渠道逐步推进，也让市场对直营占比提升的预期再次抬升。预计公司 19 年全年投放 3.1 万吨，

财务指标预测

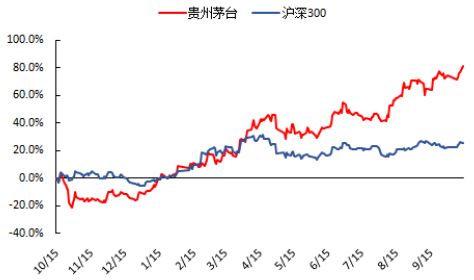
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	61063	77199	91034	118180	147725
增长率（%）	52. 07	26. 43%	17. 92%	29. 82%	25. 00%
净利润（百万元）	27079	35204	44066	59605	76761
增长率（%）	25. 18	30. 00%	25. 18%	35. 26%	28. 78%
净资产收益率(%)	29. 61	31. 20%	29. 47%	29. 78%	28. 92%
每股收益(元)	21. 56	28. 02	35. 08	47. 45	61. 11
PE	56. 17	43. 22	34. 52	25. 52	19. 82
PB	11. 08	8. 98	6. 78	5. 06	3. 82

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	524.00-1121.00
总市值（亿元）	15212.56
流通市值（亿元）	15212.56
总股本/流通 A 股（万股）	12.56/12.56
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.44

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017 liuchang_yjs@dxzq.net.cnt.cn

执业证书编号: S1480517120001

研究助理：吴文德

010-66554025 wuwd@dxzq.net.cn t.cn

同比 10.7%，随着直营进程的加速和配额的提前执行，销量有望保证。此外，非标产品的投放也在一定程度上改善产品结构，提升吨酒价。拆分量价，2019 年增量贡献 10%-13%，提价贡献 3%-5%，我们认为 19 年茅台大概率超过管理层 14%-16%的业绩预期。

盈利预测：预计 2019-2021 年公司实现营收 910.34/1181.80/1477.25 亿元，同比增长 17.92%/29.82%/25.00%，归母净利润 440.66/596.05/767.61 亿元，同比增长 25.18%/35.26%/28.78%，对应 EPS 分别为 35.08/47.45/61.11 元。按照 2020 年 EPS 计算，给予公司 30 倍估值，维持目标价为 1424 元，空间 18%，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：食品安全风险，宏观经济下行风险，直营推进不及预期等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	112249	137862	182063	244696	321368	**营业收入**	61063	77199	91034	118180	147725
货币资金	87869	112075	161893	218505	290895	**营业成本**	5940	6523	7665	10152	11833
应收账款	0	0	1247	1619	2024	营业税金及附加	8404	11289	14565	18720	23166
其他应收款	31	50	59	77	96	营业费用	2986	2572	3532	3498	3929
预付款项	791	1182	1182	1182	1182	管理费用	4721	5326	6280	7091	8125
存货	22057	23507	16800	22250	25935	财务费用		-4	-4	-3	-2
其他流动资产	38	140	140	140	140	资产减值损失	-8.05	1.29	1.85	-1.64	0.50
非流动资产合计	22361	21985	20036	17589	15204	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	15244	15249	14258	12741	11027	**营业利润**	38940	51343	58992	78724	100674
无形资产	3459	3499	3149	2799	2449	营业外收入	12.20	11.62	10.79	11.54	11.32
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	212.14	527.00	500.00	413.05	480.02
资产总计	134610	159847	202018	262205	336491	**利润总额**	38740	50828	58503	78322	100205
流动负债合计	38575	42438	33991	41727	48981	所得税	9734	12998	12637	16918	21644
短期借款	0	0	0	0	0	**净利润**	29006	37830	45866	61405	78561
应付账款	992	1178	4410	5841	6808	少数股东损益	1927	2626	1800	1800	1800
预收款项	14429	13577	17218	21945	27854	归属母公司净利润	27079	35204	44066	59605	76761
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	43378	55923	61261	81049	103016
非流动负债合计	16	0	5	-8	-22	**EPS（元）**	21.56	28.02	35.08	47.45	61.11
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	38590	42438	33996	41719	48959	**成长能力**					
少数股东权益	4568	4570	6370	8170	9970	营业收入增长	52.07%	26.43%	17.92%	29.82%	25.00%
实收资本（或股本）	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	60.47%	31.85%	14.90%	33.45%	27.88%
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利	25.18%	30.00%	25.18%	35.26%	28.78%
未分配利润	80011	95982	120218	153001	195219	**获利能力**					
归属母公司股东权益	91452	112839	149514	200178	265424	毛利率(%)	91.51%	90.27%	91.58%	91.41%	91.99%
负债和所有者权益	134610	159847	202018	262205	336491	净利率(%)	47.50%	49.00%	50.38%	51.96%	53.18%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	-5.99%	14.80%	20.12%	22.02%	21.81%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	29.61%	31.20%	29.47%	29.78%	28.92%
经营活动现金流	22153	41385	56363	65594	83928	**偿债能力**					
净利润	29006	37830	45866	61405	78561	资产负债率(%)	29%	27%	17%	16%	15%
折旧摊销	4493.67	4583.84	0.00	2327.87	2344.71	流动比率	2.91	3.25	5.36	5.86	6.56
财务费用	-56	-4	-4	-3	-2	速动比率	2.34	2.69	4.86	5.33	6.03
应付帐款的变化	0	0	-1247	-372	-405	**营运能力**					
预收帐款的变化	0	0	3641	4727	5909	总资产周转率	0.49	0.52	0.50	0.51	0.50
投资活动现金流	-1121	-1629	100	-32	-12	应收账款周转率	33	46	146	82	81
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	60.08	71.14	32.58	23.06	23.36
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	21.56	28.02	35.08	47.45	61.11
筹资活动现金流	-8899	-16441	-6644	-8951	-11526	每股净现金流(最新	9.66	18.56	39.66	45.07	57.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	72.80	89.83	119.02	159.35	211.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	56.17	43.22	34.52	25.52	19.82
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	11.08	8.98	6.78	5.06	3.82
现金净增加额	12133	23315	49819	56611	72390	EV/EBITDA	21.34	16.12	13.90	9.81	7.01

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《贵州茅台：中秋价格有望坚挺，持续增长给予估值溢价》	2019-07-04
公司	《贵州茅台：一季度业绩超预期，渠道改革推动业绩快速提升》	2019-04-29
公司	《贵州茅台：一季度超预期，价格快速攀升需防范》	2019-04-08
公司	《贵州茅台：稀缺性助力提价和产品结构再优化，茅台持续高增速》	2019-03-29
公司	《贵州茅台：18 业绩稳着陆，19 结构调整茅台蓄势待发》	2019-01-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017 年 11 月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018 年获得万得 wind 平台综合影响力第一名，万得 wind 食品饮料最佳分析师第三名，同花顺 ifind 食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018 年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。