



2017-04-24

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

目标价: 500

昨收盘: 398.55

食品饮料 饮料制造

## 贵州茅台一季报点评: 收入增长超预期, 预收款创新高

### ■ 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)	500,658/500,658
12个月最高/最低(元)	415.31/243.86

### 相关研究报告:

《贵州茅台年报点评: 飞龙在天高歌猛进, 消费税拉低净利率》  
--2017/04/15

### 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: 王学谦

电话: 010-88321966

E-MAIL: wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511120001

### 点评事件:

公司发布2017年一季度报, 实现收入139.13亿、归母净利润61.23亿、扣非后归母净利润61.48亿, 分别同比增长35.73%、25.24%、25.83%, EPS为4.87元/股。收入利润均高于此前业绩预告(收入增长25.38%、利润增长15.92%)。

### 投资要点:

#### 估计一季度茅台酒收入增速25%以上, 预收账款继续创新高

2017年Q1公司实现酒类收入133.09亿增长33.24%, 茅台酒收入123.66亿对应销量7719吨, 我们估计一季度茅台酒中普飞的出货量同比略增, 量增主要来自于利润空间更高的生肖酒为代表的定制酒, 估计一季度茅台酒报表收入增速在25%以上。一季度系列酒收入9.35亿, 与此前媒体报道系列酒一季度开门红收入10.57亿, 对应税后9.03基本吻合。预收款环比继续增加14.47亿、增幅8%, 继续创历史新高。应收票据略增加3.59亿, 应交税费在去年12月份实现的税金于今年1月份解缴后环比大幅下降13亿。

近期茅台价格淡季上涨突破公司1300元零售价格的心理防线, 公司出台各项紧密措施来为价格降温, 呈现出管理层经历行业波峰波谷后更为清醒谨慎、追求长远发展的态度。根据公开信息显示, 其最新的市场应对措施是提高飞天茅台的市场投放量(但全年投放总量不增加)、渠道投放上侧重直面消费者的商超等、品种上供应上侧重大众化产品的量、加大各个省自营公司投放量并定价1199作为价格标杆, 为价格降温再加筹码。目前经销商基本上拿完3月的货, 4月的飞天茅台很多尚未到货, 处于极低库存状态。我们认为公司日均实际投放量如能按照翻倍目标进行, 在随之而来的淡季销售期将缓解价格进一步的上涨。

#### 酱香酒市场投入带动销售费用大幅上涨, 净利率下降近4个点

一季度整体毛利率同比略下降1个百分点, 继续受系列酒占比提升所致。营业税金及附加占收入比例14.18%, 同比增长2.66个点, 环比16Q4大幅下降8.68个点(16年Q4母公司按照自然销售年度提前确认税收影响), 17年度将没有税基的影响因素, 预计这部分费用将和销售呈现更强的关系度。

公司销售费用延续16Q4趋势、大幅增长6.82亿、增幅400%至

8.5 亿，主要是公司大力推进酱香系列酒市场投入增加所致。公司今年给出允许酱香酒公司 3 年政策性亏损、销售总额 30% 的预算提取费用的政策，显示决心，我们预计年初 43 亿目标大概率能完成。整体费用率提高 3.5 个点，净利率下降 3.7 个点至 44%。

**盈利预测及未来关键假设：**

17 年集团给出收入、利润目标分别增长 19.52%、23.46%，目前一季度开了很好的头。公司市场需求和销售无忧，目前最大的任务是平缓价格过快上涨带来的政治风险。目前各地经销商库存极低，大多数经销商积极配合公司的管控政策，缺货不报价的状态，等待供应量上来。我们维持前期关键假设：18 年普飞出厂价提高到 999 元，预计 17~19 年 EPS 为 16.64、22.46、25.83 元/股。考虑到茅台占领消费者白酒第一品牌心智、产能有限稀缺性因素，给予其一定的估值溢价，目标价 500 元，对应 PE 30 倍，维持“买入”评级。

**主要财务指标**

	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	40155.08	49757.52	66382.89
同比增长	20.06%	23.91%	33.41%
归属母公司净利润(百万元)	16718.36	20897.95	28212.23
同比增长	7.84%	25.00%	35.00%
摊薄每股收益(元)	13.31	16.64	22.46
PE	30	24	18
资料来源：Wind，太平洋证券			

## 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；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 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。