

食品饮料

2017年04月25日

贵州茅台 (600519)

——季报再超预期 多重举措保证市场良性增长 维持买入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

事件：公司公布一季报，实现收入133亿，同比增长33.24%，归母净利润61.2亿，同比增长25.24%，EPS为4.87元。公司曾经在2月21日公告17Q1预告，预计Q1收入128.5亿，同增25%，净利润56.68亿，同增15.9%，EPS为4.51元。我们预计一季度收入增长25%，利润增长16%。实际情况超业绩预告和我们预期，收入净利润增速超预期幅度分别为8.24%、9.24%。

投资评级与估值：由于一季报超预期，我们小幅上调盈利预测，预测17-19年EPS为17、21.6、26.6元，同比增长28%、27%、23%（前次为16.46、20.88、25.59元，相较于前次EPS上调幅度分别为3%、3%、4%），对应PE为23x、19x、15x，一年目标价520元，对应18年报表业绩估值24x，维持买入。今年来，茅台出厂价虽未变化，但批发价和终端价连续上涨，作为负责任的国企和民族品牌，公司除了坚守工匠精神、保证产品品质外，一直强调要兼顾消费者、渠道和厂家三方利益的原则。据媒体报道，厂家4月来已连续采取多重举措防止价格过快上涨，效果明显。本轮白酒行业复苏是消费升级拉动，只有价格的理性、健康上涨才能使茅台及行业取得良性和持续发展，这也是行业龙头的责任所在！我们看好公司的逻辑主要是：1、茅台拥有极强的品牌力，不但构筑了高壁垒，也形成了产品的稀缺性，经过本轮行业调整，茅台在行业和消费者心中的地位明显强化；2、团队优秀，茅台新任党委书记和代总经理李保芳自15年上任后，与袁仁国董事长及其他领导班子一起，在不到一年时间使茅台酒销量稳步增长，价格稳步提升，基酒生产明显改善，系列酒迅速发力，已充分证明了团队驾驭市场的能力；3、茅台将引领行业进入新一轮提价周期，过去10年茅台提价CAGR接近10%，17年批价涨幅已超预期，未来出厂价提价时点渐近；4、相比五年前，现在茅台的消费结构以大众需求为主，需求结构更合理，消费升级将保证销量持续较快增长；5、茅台是整个白酒行业真正掌握定价权的公司，且成长性、盈利能力、偿债能力等均好于国际烈酒龙头，估值应享受溢价。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	38,862	13,309	50,842	62,329	73,721
同比增长率 (%)	18.99	33.24	30.83	22.59	18.28
净利润 (百万元)	16,718	6,123	21,352	27,133	33,421
同比增长率 (%)	7.84	25.24	27.72	27.07	23.17
每股收益 (元/股)	13.31	4.87	17.00	21.60	26.61
毛利率 (%)	91.2	91.2	90.6	91.0	91.6
ROE (%)	22.9	7.7	22.8	22.4	21.6
市盈率	30		23	19	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

市场数据： 2017年04月24日

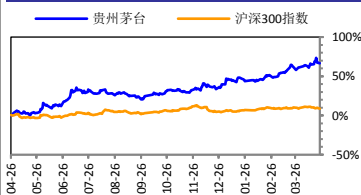
收盘价 (元)	398.55
一年内最高/最低 (元)	420.43/243.1
市净率	6.3
息率 (分红/股价)	-
流通A股市值 (百万元)	500658
上证指数/深证成指	3129.53 / 10091.89

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产 (元)	62.9
资产负债率%	30.70
总股本/流通A股 (百万)	1256/1256
流通B股/H股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《贵州茅台 (600519) 点评：收入及利润增长已进快车道 上调目标价 重申买入》
2017/04/18

《贵州茅台 (600519) 点评：提前公布17Q1经营数据 收入超预期 上调目标价到450元 继续强推》 2017/02/22

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

吕昌
(8621)23297818x010-66500561
lvchang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

收入超市场预期 直销占比快速提升。一季度收入 133 亿，高于此前业绩预告的 128.5 亿，同比增长 33%。其中茅台酒 123.7 亿，系列酒 9.35 亿（此前媒体报道酱香系列酒公司一季度销售额 10.57 亿元，同比增长 299%），推算茅台酒收入增长 27%。以 2016 年吨酒价格 160 万推算，测算利润表对应销量约 7700 吨。需要注意的是，虽然出厂价没有变化，但茅台今年春节期间的终端表现价基本在 1200 元左右，终端价同比上涨 30%，销量非但没有受影响，反而实现两位数增长，说明大众消费在 1200 元价格带的有力支撑。期末预收款 189.9 亿，环比去年底增加 14.5 亿，再创新高。分渠道看，直销渠道收入 17.9 亿，批发渠道收入 115 亿，直销占比 13.5%，2016 年直销占比 8.7%，直销占比继续提升，有利于提升整体盈利水平。国内外经销商总数 2506 家，期内增加 90 家，去年底为 2416 家，增幅 3.7%。

利润增速慢于收入主要是销售费用及税金增加所致 但税金及附加收入占比已环比下降。毛利率为 91.5%，16Q1 为 92.3%，主要是酱香系列酒占比大幅提升。销售费用大幅增加，本期为 8.5 亿，去年同期仅为 1.7 亿，主要是公司扎实推进“133”品牌战略及酱香系列酒“5+5”市场策略，市场投入增加，销售费率 6.1%，16Q1 仅为 1.7%，同比提高 4.4 个百分点。税金及附加收入占比 14.2%，16Q1 为 11.5%，但相比 16 年全年 16.2%及 16Q4 的 22.9%已明显下降，我们在年报点评中就指出 16H2 这样的高消费税率未必可持续，17Q1 得到验证。另本期利息收入 6 亿同比增加 3.4 亿，管理费率同比下降 0.8 个百分点，提升整体盈利能力。本期净利率 46%，同比下降 3.7 个百分点，主要是销售费用及税金增加所致。

茅台更加开放、透明、高效 多重举措防止价格过快上涨 重视消费者利益。据媒体报道，进入四月来，茅台已先后至少六次强调或采取措施防止价格过热。1、4 月 1 日茅台营销公司针对部分经销商向电商平台私自供货的问题，对 7 家经销商、单位进行处罚；2、生肖酒供应量增加；3、4 月 5 日一季度茅台酒市场分析会再次谈到价格问题；4、4 月第 2 周召开会议，强调价格问题，茅台飞天和茅台鸡年生肖酒的建议标签价分别为 1199 元、1299 元，市场目标价分别为 1299 元、1599 元；5、4 月 21 日茅台集团董事会听取了近期重大工作专题汇报，对价格等问题进行回应；6、4 月 24 日媒体报道，茅台将增加每天发货量，从 40 吨到 70 吨，将增加直销体系供应，将增加大众化产品（减少个性化、出口及定制品的量），加大自营公司的量。我们认为，一系列举措显示出茅台领导人对市场和社会反馈问题的高度关注和及时反馈，茅台更加开放、透明、高效。茅台作为一个有责任心的大企业和民族品牌，一直秉承工匠精神，保证产品质量和品质。公司一直强调要兼顾消费者、渠道和厂家三方利益，要让消费者喝的起，目前茅台销量和价格齐升，也是市场和消费者对产品和品质认可的结果。同时作为上市公司，自上市以来坚持持续的高分红政策，2016 年分红率保持 50%以上。本轮白酒行业复苏是消费升级拉动，只有价格的理性、健康上涨才能使茅台及行业取得良性和持续发展，这也是行业龙头的责任所在！

股价表现的催化剂：一批价上涨、季报超预期、国企改革

核心假设风险：经济下行影响高端酒整体需求

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	31,574	32,660	38,862	48,689	59,665	70,550
营业收入同比增长率 (yoy)	2.11%	3.44%	18.99%	-	-	-
减: 营业成本	2,339	2,538	3,410	4,542	5,305	5,839
毛利率 (%)	92.59%	92.23%	91.23%	90.70%	91.10%	91.70%
减: 营业税金及附加	2,789	3,449	6,509	7,742	9,129	10,230
主营业务利润	26,446	26,672	28,943	-	-	-
主营业务利润率 (%)	83.76%	81.67%	74.48%	-	-	-
减: 销售费用	1,675	1,485	1,681	2,434	2,804	3,104
减: 管理费用	3,378	3,813	4,187	4,869	5,967	7,055
减: 财务费用	-123	-67	-33	-23	-61	-89
经营性利润	21,516	21,442	23,108	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	-0.72%	-0.35%	7.77%	-	-	-
经营性利润率 (%)	68.15%	65.65%	59.46%	-	-	-
减: 资产减值损失	0	-1	12	0	0	0
加: 投资收益及其他	3	4	0	0	0	0
营业利润	22,103	22,159	24,266	29,125	36,522	44,411
加: 营业外净收入	-221	-157	-308	-311	-311	-311
利润总额	21,882	22,002	23,958	28,814	36,211	44,100
减: 所得税	5,613	5,547	6,027	7,212	9,063	11,038
净利润	16,269	16,455	17,931	21,602	27,148	33,062
少数股东损益	920	952	1,212	920	920	920
归属于母公司所有者的净利润	15,350	15,503	16,718	20,682	26,228	32,142
净利润同比增长率 (yoy)	1.41%	1.00%	7.84%	-	-	-
全面摊薄总股本	1,142	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
每股收益 (元)	13.44	12.34	13.31	16.46	20.88	25.59
归属母公司所有者净利润率 (%)	48.62%	47.47%	43.02%	-	-	-
ROE	28.73%	24.25%	22.94%	22.20%	22.00%	21.20%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。