

# 贵州茅台 (600519.SH)

## 业绩超预期，未来有望保持高增长

● **业绩超预期，茅台酒收入同比增长 24%，系列酒收入同比增长 269%**

公司 2017 年上半年实现收入 254.94 亿元，同比增长 36.06%；净利润 112.51 亿元，同比增长 27.81%，业绩超预期。上半年，公司共生产茅台酒及系列酒基酒 4.22 万吨，同比增长 25.57%。分产品来看，茅台酒收入 216.27 亿元，同比增长 23.77%；系列酒收入 25.49 亿元，同比增长 268.72%，系列酒快速增长主要源于公司在各地大力招商，不断渠道下沉，加强营销网络建设及改善终端陈列。单季度来看，公司第二季度收入 115.80 亿元，同比增长 36.45%；净利润 51.28 亿元，同比增长 31.02%。

上半年末公司预收款项 177.80 亿元，较一季度末减少 12.08 亿元，但仍维持高位。上半年公司销售商品、提供劳务收到现金 281.52 亿元，同比增长 9.33%；经营活动产生的现金流净额 69.35 亿元，同比减少 49.02%。主要是因为公司应收票据较年初增加 8.80 亿元，应交税费较年初减少 23.29 亿元。

上半年公司毛利率 89.62%，较上年同期减少 2.26 个百分点，主要是低毛利率的系列酒增速较高所致。上半年公司期间费用率 13.95%，较上年增加 1.65 个百分点，其中，销售费用率增加 3.34 个百分点，管理费用率减少 1.95 个百分点。上半年净利率 49.79%，较上年同期下降 1.81 个百分点。

● **茅台各系列产品销售情况良好，未来收入有望继续保持高增长**

1、据经销商调研，飞天茅台近期一批价涨至 1400 元左右，经销商普遍反映渠道缺货，主要是因为二季度公司发货偏紧，部分经销商刚拿到 6 月份计划量，预计 8-9 月发货节奏将逐步加快，为中秋国庆旺季做准备，公司全年计划供给量 2.6 万吨左右。未来 2-3 年茅台由于基酒原因，供给偏紧将成为常态，一批价有望持续上行，为未来产品提价打下基础。2、公司推出的生肖酒等产品受市场热捧，羊年、猴年、鸡年京东售价达到 7400、3000、1900 元左右，经销商利润丰厚，销售意愿强烈，由于生肖酒出厂价高于飞天茅台，茅台酒结构升级明显。3、系列酒市场调整成效明显，整合资源加强重点市场和重点产品投入，未来将打造王子、迎宾、赖茅等大单品。

● **盈利预测及投资建议：**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 17.15、22.05、27.86 元，对应 PE 分别为 28、21、17 倍，看好公司未来销售全面向好，终端价格不断上行，有提价可能性，维持买入评级。

● **风险提示：**食品安全事故，销售不达预期，投资风格转换

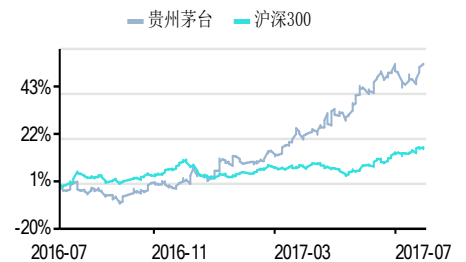
**盈利预测：**

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,446.86	40,155.08	52,232.20	65,363.61	80,983.69
增长率(%)	3.82%	20.06%	30.08%	25.14%	23.90%
EBITDA(百万元)	22,935.46	25,178.97	32,018.38	40,824.35	51,250.02
净利润(百万元)	15,503.09	16,718.36	21,538.89	27,698.27	34,994.13
增长率(%)	1.00%	7.84%	28.83%	28.60%	26.34%
EPS (元/股)	12.34	13.31	17.15	22.05	27.86
市盈率 (P/E)	17.68	25.11	27.64	21.49	17.01

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	471.63 元
前次评级	买入
报告日期	2017-07-28

**相对市场表现**



分析师：王永锋 S0260515030002  
010-59136605  
wangyongfeng@gf.com.cn  
分析师：卢文琳 S0260515030004  
010-59136660  
luwenlin@gf.com.cn

**相关研究：**

贵州茅台一季报点评：业绩超预期，预收再创新高 2017-04-25  
贵州茅台年报点评：预收再创新高，经营性净现金流同比增 115% 2017-04-17  
贵州茅台三季报点评：预收再创历史新高，行业霸主地位凸显 2016-10-30

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	65005	90181	112909	151882	200011
货币资金	36801	66855	85110	117653	160066
应收及预付	10105	1941	2516	3120	3737
存货	18013	20622	25283	31109	36207
其他流动资产	85	762	0	0	0
<b>非流动资产</b>	21297	22754	19949	18941	17933
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11417	14453	13514	12574	11635
在建工程	4895	2746	2746	2746	2746
无形资产	3781	3720	3661	3592	3524
其他长期资产	1204	1835	29	29	29
<b>资产总计</b>	86301	112935	132858	170823	217944
<b>流动负债</b>	20052	37020	33859	42117	51707
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	14057	26207	33859	42117	51707
其他流动负债	5995	10813	0	0	0
<b>非流动负债</b>	16	16	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	16	0	0	0
<b>负债合计</b>	20067	37036	33859	42117	51707
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	61089	69853	91392	119091	154085
归属母公司股东权益	63926	72894	94433	122131	157125
少数股东权益	2308	3004	4566	6574	9111
<b>负债和股东权益</b>	86301	112935	132858	170823	217944

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	33447	40155	52232	65364	80984
营业成本	2613	3533	4614	5677	6608
营业税金及附加	3449	6509	8514	10654	13200
销售费用	1485	1681	2873	3334	4049
管理费用	3813	4187	5223	5883	6884
财务费用	-67	-33	-75	-99	-133
资产减值损失	-1	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	22159	24266	31083	39914	50375
营业外收入	5	9	0	0	0
营业外支出	162	316	200	200	200
<b>利润总额</b>	22002	23958	30883	39714	50175
所得税	5547	6027	7783	10008	12644
<b>净利润</b>	16455	17931	23100	29706	37531
少数股东损益	952	1212	1562	2008	2537
<b>归属母公司净利润</b>	15503	16718	21539	27698	34994
EBITDA	22935	25179	32018	40824	51250
EPS (元)	12.34	13.31	17.15	22.05	27.86

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	17436	37451	18422	32743	42613
净利润	16455	17931	23100	29706	37531
折旧摊销	848	934	1010	1009	1007
营运资金变动	471	19162	-7634	1828	3874
其它	-338	-576	1946	200	200
<b>投资活动现金流</b>	-2049	-1103	-151	-200	-200
资本支出	-2053	-1019	-151	-200	-200
投资变动	39	0	0	0	0
其他	-35	-83	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-5604	-8334	-16	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	-56	0	-16	0	0
股权融资	0	16	0	0	0
其他	-5548	-8350	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	9783	28014	18255	32543	42413
<b>期初现金余额</b>	27711	36801	66855	85110	117653
<b>期末现金余额</b>	37494	64815	85110	117653	160066

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	3.8	20.1	30.1	25.1	23.9
营业利润增长	0.3	9.5	28.1	28.4	26.2
归属母公司净利润增长	1.0	7.8	28.8	28.6	26.3
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	92.2	91.2	91.2	91.3	91.8
净利率	49.2	44.7	44.2	45.4	46.3
ROE	24.3	22.9	22.8	22.7	22.3
ROIC	56.2	201.3	167.3	270.2	611.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.3	32.8	25.5	24.7	23.7
净负债比率	-0.6	-0.9	-0.9	-0.9	-1.0
流动比率	3.24	2.44	3.33	3.61	3.87
速动比率	2.27	1.85	2.55	2.83	3.13
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.44	0.40	0.43	0.43	0.42
应收账款周转率	14,744.	348,01	36,500.	36,500.	36,500.
存货周转率	0.16	0.18	0.18	0.18	0.18
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	12.34	13.31	17.15	22.05	27.86
每股经营现金流	13.88	29.81	14.66	26.07	33.92
每股净资产	50.89	58.03	75.17	97.22	125.08
<b>估值比率</b>					
P/E	17.7	25.1	27.6	21.5	17.0
P/B	4.3	5.8	6.3	4.9	3.8
EV/EBITDA	10.3	14.0	15.9	11.7	8.5

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 9年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第三名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 5年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第三名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 3年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第三名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016年加入广发证券发展研究中心。
- 刘景瑜: 联系人, 统计学硕士, 2017年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。