

贵州茅台(600519)/饮料制造

厚积薄发, 剑指万亿

评级: 买入(维持)

市场价格: 565.67

目标价格: 677.16

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

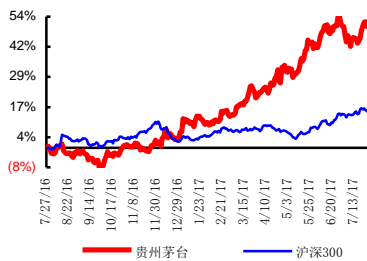
Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人: 龚小乐

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 1,256 |
| 流通股本(百万股) | 1,256 |
| 市价(元) | 473.87 |
| 市值(百万元) | 595,274 |
| 流通市值(百万元) | 595,274 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 增长点清晰, 稳健投资的首选
- 2 贵州茅台(600519.SH)_中报点评: 不断超越, 奋勇前行
- 3 贵州茅台(600519.SH)_一季报点评: 业绩加速增长, 估值有待提升

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 33,446.86 | 40,155.08 | 56,687.48 | 70,887.03 | 85,174.73 |
| 增长率 yoy% | 3.82% | 20.06% | 41.17% | 25.05% | 20.16% |
| 净利润 | 15,503.09 | 16,718.36 | 24,466.25 | 31,504.00 | 38,400.64 |
| 增长率 yoy% | 1.00% | 7.84% | 46.34% | 28.77% | 21.89% |
| 每股收益(元) | 12.34 | 13.31 | 19.48 | 25.08 | 30.57 |
| 每股现金流量 | 13.88 | 29.81 | 8.86 | 31.88 | 36.33 |
| 净资产收益率 | 24.25% | 22.94% | 27.82% | 28.97% | 28.53% |
| P/E | 17.68 | 25.11 | 29.04 | 22.56 | 18.50 |
| PEG | 17.70 | 3.20 | 0.63 | 0.78 | 0.85 |
| P/B | 4.29 | 5.76 | 5.80 | 4.69 | 3.79 |

备注:

投资要点

- **事件: 贵州茅台公布 2017 年三季报, 报告期内公司实现营业收入 424.50 亿元, 同比增长 59.40%; 归属于上市公司股东的净利润 199.84 亿元, 同比增长 60.31%, 扣非后归属于上市公司股东的净利润 200.87 亿元, 同比增长 60.12%, 基本每股收益 15.91 元, 同比增长 60.31%。**
- **Q3 发货量大增, 收入和利润均远超市场预期。17Q3 公司实现营业收入 182.60 亿元, 同比增长 115.86%, 环比大幅提高 82.91pct, 这与渠道反馈发货量大幅增加相一致; 报告期末预收款为 174.72 亿元, 环比微降 0.39%, 这与打款政策调整有关, Q3 按月打款发货政策得到有效执行, 考虑去年预收款充分蓄水因素, 我们认为 Q3 飞天茅台实际动销增速接近 40%, 前三季度实际动销增速为 25%。分产品来看, Q3 茅台酒收入 167.77 亿元, 我们预计发货量超过 9000 吨, 同比增长 40% 左右, 系列酒收入 14.70 亿元, 同比实现翻倍增长, 年初以来对酱香系列酒营销投入的加大效果在持续显现, 前三季度国内经销商增加 634 个, 环比去年底增长 27%, 我们判断主要是系列酒大力招商贡献。17Q3 公司实现净利润 87.33 亿元, 同比增长 138.41%, 环比提高 107.38pct, 我们认为利润增速快于收入增速主要是管理费用使用效率提升所致。17Q3 营业税金及附加与占收入比例上升至 16.46%, 环比提升 3.17pct, 我们认为公司消费税基征收比例已达到 12% 合理水平, 后续利润增速将不受该因素影响。**
- **毛利率小幅下降, 期间费用率下移。17Q3 公司毛利率为 90.35%, 同比下降 0.78pct, 环比提高 2.61pct, 主要是 Q3 茅台酒发货量大增拉动, 前三季度毛利率为 89.93%, 同比下降 1.71pct。17 年前三季度公司期间费用率为 11.90%, 同比下降 1.02pct; 其中销售费用率为 4.45%, 同比提高 2.07pct, 主要是公司推进“133”品牌战略及酱香系列酒“5+5”市场策略所致; 管理费用率为 7.00%, 同比下降 3.12pct, 主要是管理效率提升及部分科目调出核算引起; 财务费用率为 -0.09%, 同比下降 0.09pct。17Q3 公司净利率为 51.02%, 同比提高 4.29pct, 主要是费用优化抬升了盈利能力。17Q3 公司经营活动产生的现金流量净额为 227.87 亿元, 同比下降 29.96%, 主要是去年三季度缺货积累了大量预收款, 剔除该因素公司现金流依旧非常优秀。**
- **Q4 有望提前执行来年计划量, 若 2018 年提价落地有望加速业绩增长。经过旺季的充分消化, 目前飞天茅台一批价已回升至 1400 元以上, 市场的旺盛需求承载力再次得到验证。我们预计前三季度茅台酒发货量接近 2.3**

万吨，考虑到经销商春节前的备货行为，年初既定的 2.7 万吨左右计划量无法满足四季度需求，我们认为公司存在提前执行来年计划量的可能。展望明年，我们认为飞天茅台一批价 1300 元具备强力支撑，渠道环节利润丰厚，具备充分提价基础，保守估计出厂价上调 15%，销量增加 5%-10%，对应利润端将有望达到 30% 增长，持续高增长值得期待。

- **中长期来看，我们认为茅台酒总体供应偏紧，未来 2-3 年公司收入复合增速可达 20% 以上。**对于未来茅台酒的供需格局，我们认为未来三年每年可新增茅台酒 3000 吨以上（年复合增速约 10%），根据目前消费升级趋势和渠道低库存水平，我们判断茅台已进入补库存周期，2019 年茅台酒供应量总体偏紧，中长期价格上行趋势确立，唯有通过提价来实现量价均衡。考虑到价格上行的平滑，我们预计未来 2-3 年公司收入可继续保持 20% 以上增长。
- **投资建议：上调目标价至 677.16 元，维持“买入”评级。**我们上调盈利预测，预计公司 2017-19 年营业收入分别为 566.87/708.87/851.75 亿元，增速分别为 41.17%/25.05%/20.16%，2017-19 年净利润分别为 244.66/315.04/384.01 亿元，增速分别为 46.34%/28.77%/21.89%，对应 EPS 分别为 19.48/25.08/30.57 元/股。上调 12 个月目标价至 677.16 元，对应 2018 年 27 倍 PE。
- **风险提示：限制三公消费力度加大、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故。**

图表 1：贵州茅台三大财务报表预测（单位：百万元）

| 损益表（人民币百万元） | | | | | | | 资产负债表（人民币百万元） | | | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业总收入 | 32,217 | 33,447 | 40,155 | 56,687 | 70,887 | 85,175 | 货币资金 | 27,711 | 36,801 | 66,855 | 75,705 | 104,341 | 137,356 |
| 增长率 | 4.19% | 3.8% | 20.1% | 41.2% | 25.0% | 20.2% | 应收账款 | 1,933 | 8,627 | 895 | 6,078 | 7,372 | 7,784 |
| 营业成本 | -2,398 | -2,613 | -3,533 | -5,755 | -6,457 | -7,420 | 存货 | 14,982 | 18,013 | 20,622 | 33,209 | 37,193 | 42,403 |
| %销售收入 | 7.4% | 7.8% | 8.8% | 10.2% | 9.1% | 8.7% | 其他流动资产 | 2,945 | 1,563 | 1,808 | 3,845 | 3,738 | 4,163 |
| 毛利 | 29,819 | 30,834 | 36,622 | 50,933 | 64,430 | 77,755 | 流动资产 | 47,571 | 65,005 | 90,181 | 118,837 | 152,644 | 191,707 |
| %销售收入 | 92.6% | 92.2% | 91.2% | 89.8% | 90.9% | 91.3% | %总资产 | 72.2% | 75.3% | 79.9% | 83.4% | 86.3% | 88.7% |
| 营业税金及附加 | -2,789 | -3,449 | -6,509 | -8,616 | -10,775 | -12,947 | 长期投资 | 64 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| %销售收入 | 8.7% | 10.3% | 16.2% | 15.2% | 15.2% | 15.2% | 固定资产 | 13,798 | 16,312 | 17,199 | 18,230 | 18,792 | 19,167 |
| 营业费用 | -1,675 | -1,485 | -1,681 | -3,515 | -4,041 | -4,685 | %总资产 | 20.9% | 18.9% | 15.2% | 12.8% | 10.6% | 8.9% |
| %销售收入 | 5.2% | 4.4% | 4.2% | 6.2% | 5.7% | 5.5% | 无形资产 | 3,588 | 3,781 | 3,720 | 3,592 | 3,503 | 3,395 |
| 管理费用 | -3,378 | -3,813 | -4,187 | -4,081 | -4,962 | -5,962 | 非流动资产 | 18,302 | 21,297 | 22,754 | 23,657 | 24,130 | 24,397 |
| %销售收入 | 10.5% | 11.4% | 10.4% | 7.2% | 7.0% | 7.0% | %总资产 | 27.8% | 24.7% | 20.1% | 16.6% | 13.7% | 11.3% |
| 息税前利润（EBIT） | 21,977 | 22,087 | 24,245 | 34,720 | 44,653 | 54,162 | 资产总计 | 65,873 | 86,301 | 112,935 | 142,494 | 176,774 | 216,104 |
| %销售收入 | 68.2% | 66.0% | 60.4% | 61.2% | 63.0% | 63.6% | 短期借款 | 63 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 123 | 67 | 33 | 1,426 | 1,800 | 2,417 | 应付账款 | 3,416 | 10,566 | 20,306 | 21,439 | 28,755 | 34,779 |
| %销售收入 | -0.4% | -0.2% | -0.1% | -2.5% | -2.5% | -2.8% | 其他流动负债 | 7,066 | 9,486 | 16,714 | 27,272 | 30,815 | 34,564 |
| 资产减值损失 | 0 | 1 | -12 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 10,544 | 20,052 | 37,020 | 49,166 | 59,570 | 69,343 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 3 | 4 | 0 | 2 | 2 | 1 | 其他长期负债 | 18 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 10,562 | 20,067 | 37,036 | 49,181 | 59,585 | 69,359 |
| 营业利润 | 22,103 | 22,159 | 24,266 | 36,148 | 46,455 | 56,580 | 普通股股东权益 | 53,430 | 63,926 | 72,894 | 87,939 | 108,765 | 134,604 |
| 营业利润率 | 68.6% | 66.3% | 60.4% | 63.8% | 65.5% | 66.4% | 少数股东权益 | 1,881 | 2,308 | 3,004 | 5,374 | 8,424 | 12,141 |
| 营业外收支 | -221 | -157 | -308 | -243 | -250 | -257 | 负债股东权益合计 | 65,873 | 86,301 | 112,935 | 142,494 | 176,774 | 216,104 |
| %税前利润 | -0.7% | -0.5% | -0.8% | -0.4% | -0.4% | -0.3% | | | | | | | |
| 所得税 | -5,613 | -5,547 | -6,027 | -9,069 | -11,651 | -14,205 | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税率 | 25.7% | 25.2% | 25.2% | 25.3% | 25.2% | 25.2% | | | | | | | |
| 净利润 | 16,269 | 16,455 | 17,931 | 26,836 | 34,554 | 42,118 | 每股指标 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 920 | 952 | 1,212 | 2,370 | 3,050 | 3,717 | 每股收益(元) | 13.441 | 12.341 | 13.309 | 19.476 | 25.079 | 30.569 |
| 归属于母公司的净利润 | 15,350 | 15,503 | 16,718 | 24,466 | 31,504 | 38,401 | 每股净资产(元) | 46.787 | 50.888 | 58.028 | 70.004 | 86.583 | 107.152 |
| 净利率 | 47.6% | 46.4% | 41.6% | 43.2% | 44.4% | 45.1% | 每股经营现金净流(元) | 11.062 | 13.880 | 29.813 | 8.857 | 31.883 | 36.329 |
| | | | | | | | 每股股利(元) | 0.000 | 0.000 | 6.787 | 7.500 | 8.500 | 10.000 |
| | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 28.73% | 24.25% | 22.94% | 27.82% | 28.97% | 28.53% |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 23.30% | 17.96% | 14.80% | 17.17% | 17.82% | 17.77% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 59.20% | 56.18% | 201.29% | 147.62% | 260.51% | 432.72% |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | |
| | | | | | | | 营业总收入增长率 | 4.19% | 3.82% | 20.06% | 41.17% | 25.05% | 20.16% |
| | | | | | | | EBIT增长率 | 3.45% | 0.50% | 9.77% | 43.21% | 28.61% | 21.30% |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 2.17% | 1.00% | 7.84% | 46.34% | 28.77% | 21.89% |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 18.82% | 31.01% | 30.86% | 26.17% | 24.06% | 22.25% |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 2,041.2 | 2,304.9 | 1,995.7 | 2,106.3 | 2,102.5 | 2,086.0 |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 75.5 | 111.0 | 99.3 | 99.2 | 101.2 | 100.2 |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 107.1 | 118.9 | 117.6 | 96.7 | 83.0 | 73.5 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -49.99% | -55.56% | -88.08% | -81.13% | -89.04% | -93.60% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | -178.4 | -328.4 | -730.8 | -24.4 | -24.8 | -22.4 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 16.03% | 23.25% | 32.79% | 34.51% | 33.71% | 32.10% |

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。