

强烈推荐-A (维持)

贵州茅台 600519.SH

目标估值: 725.00 元  
当前股价: 565.67 元

报表高增护航, 市值加速进攻

基础数据

上证综指	3397
总股本(万股)	125620
已上市流通股(万股)	125620
总市值(亿元)	7106
流通市值(亿元)	7106
每股净资产(MRQ)	60.2
ROE(TTM)	25.3
资产负债率	34.3%
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)
主要股东持股比例	61.99%

股价表现



相关报告

- 1、《贵州茅台(600519)——短看业绩高增, 来年量价齐升, 上调目标价至640元》2017-10-11
- 2、《贵州茅台(600519)——淡季仍强劲, 全年更可期》2017-07-28
- 3、《贵州茅台(600519)——乐观开放显自信, 国酒文化妙生花》2017-05-24

杨勇胜

021-68407562  
yangys5@cmschina.com.cn  
S1090514060001

董广阳

021-68407471  
donggy1@cmschina.com.cn  
S1090512070001

李晓峰

021-68407571  
lixiaozheng@cmschina.com.cn  
S1090517080003

我们在年初春糖时, 基于对公司品牌力及管理层的视野, 大胆提出茅台市值将突破帝亚吉欧, 虽有年中盘整, 在强劲基本面推动下, 茅台终于站稳全球酒业市值的巅峰。8月份以来, 公司大幅增加终端发货, 推动三季报显著超越市场预期, 且批价及库存指标均显良性, 彰显公司强劲基本面。展望未来, 公司将更加受益量价齐升, 收入利润更将大幅超越全球同行, 在靓丽报表、超强品牌力及管理层的推动下, 茅台市值必将加速进攻。上调17-18年EPS21.52、28.97元, 按照18年25倍估值, 目标价725元, 目标市值9100亿, 继续强烈推荐。

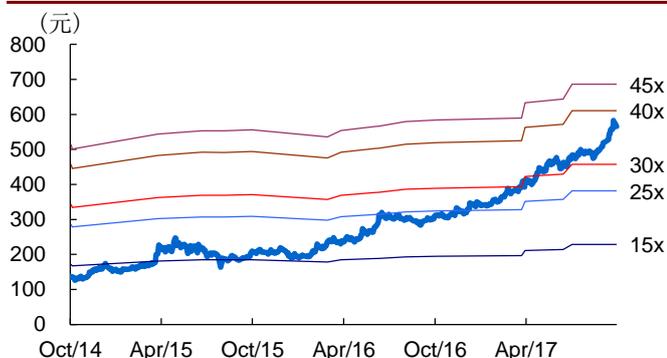
- 前三季度收入增长 59.4%, 归母净利润增长 60.31%, 其中 Q3 收入增长 115.9%, 归母净利润增长 138.41%, 显著超越市场预期。公司17Q3实现主营收入182.6亿元, 营业利润125.13亿元, 净利润87.33亿元, 分别同比增长115.9%、132.2%、138.4%, 超越我们前期给的季报预览。二季度业绩增速环比加快主要依靠吨价提升及系列酒贡献, 三季度公司补发5-6月份欠经销商计划量, 发货量显著加大, 公司Q3报表迎来量价齐升, 且幅度超越市场最乐观预期。
- 预收款及现金流同比持平, 渠道打款积极性高。公司Q3末预收款期末预收账款174.72亿, 现金回款207.49亿, 同比均基本微增, 在今年以来不允许经销商提前打款, 以及收入翻倍增长背景下, 两项指标仍能持平微增, 显示终端打款积极性较高。同期净现金流158.51亿, 同比下降16.3%, 系采购商品支付现金增加8.54亿、支付税费增加17.2亿, 前者预计系包装材料涨价, 公司增加现金支付比例, 减少汇票支付, 后者系当期销量增加所致, 净现金流看似平淡实则正常。
- 毛利率同比略降0.8%, 飞天茅台发货超9000吨, 系列酒保持较快增速, 费用率下降提升净利率至46.0%。季报披露, Q3销售茅台酒167.8亿, 对应茅台酒发货量9300-10200吨(考虑吨价164-180万元/吨), 考虑到非标茅台及计划外发货, 假设吨价整体提升8%至175万元/吨, 对应当期发货量9600吨, 略高于草根调研数据。系列酒14.7亿, 继续保持较快增速, 预计全年43亿目标将在十月底轻松完成, 但拖累当期毛利率降至90.7%, 同比略降0.8%。当期系列酒仍处于投入期, 营销投入增长带动销售费用绝对额同比增长123.5%, 但受益销售收入快速增长, 销售费用率同比微增0.2%至3.2%水平, 管理费用率同比下降4.8%至5.7%, 两项费用率下降推高净利率至46.0%, 同比大幅提升4.4%。
- 近期跟踪及年底展望: 发货节奏放缓, 货源再度紧张, 批价回升但云商继续平价供应。近期草根调研, 飞天茅台批价在中秋前小幅回落至1280后迅速回升至1350元, 受十一放假及双节后发货放缓影响, 预计十月份发货量1500吨, 近期批价回升至1400元, 但公司仍继续推行云商平价供货。预计公司11月份会环比加大发货节奏, 但预计Q4整体发货量将与去年同期10500吨略降或持平, 在终端需求旺盛, 经销商进货意愿再度提高背景下, 年底前批价再无下跌窗口, 终端货源将保持紧张, 全年发货预测略调高至3.1万吨。
- 放量超预期, 来年更积极, 市值加速进攻。公司三季报在加大发货及吨价提升背景下, 收入业绩均有翻倍以上增速, 显著超越市场预期, 且市场批价依然坚挺, 经销商货源紧张, 再度验证终端强劲需求。预计四季度发货节奏虽有小幅回落, 但收入增速仍有望维持30%以上增速, 业绩受益费用率下降, 增速更快, 展望未来量价齐升轨道, 公司市值必将加速进攻, 上调17-18年EPS21.52、28.97元, 按照18年25倍, 上调目标价725元, 目标市值9100亿, 继续强烈推荐。
- 风险提示: 经济恶化导致需求下滑, 供给不足导致价格失控。

表 1、贵州茅台单季度利润表与年度利润表

单位：百万元	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	16Q1-3	17Q1-3	2015	2016
一、营业总收入	8487	8795	12622	13913	11581	18993	27533	44487	33447	40155
二、营业总成本	2929	3406	6506	5123	4247	6480	9295	15743	11292	15889
其中：营业成本	710	750	1185	1177	1334	1762	2225	4273	2538	3410
营业税金及附加	1025	1418	2885	1973	1446	3005	3624	6424	3449	6509
营业费用	217	268	1026	852	526	599	655	1978	1485	1681
管理费用	955	927	1401	1122	910	1083	2786	3115	3813	4187
财务费用	-9	11	-32	-29	-8	-2	-1	-39	-67	-33
资产减值损失	3	0	7	-5	2	-5	5	-8	-1	12
	29	32	35	33	36	38			74	123
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0
四、营业利润	5558	5389	6116	8790	7334	12513	18238	28744	22159	24266
加：营业外收入	1	3	0	2	4	4	8	10	5	9
减：营业外支出	0	120	196	37	9	108	120	154	162	316
五、利润总额	5559	5273	5920	8755	7329	12409	18126	28600	22002	23958
减：所得税	1393	1320	1319	2210	1829	3092	4708	7131	5547	6027
六、净利润	4165	3953	4600	6545	5500	9317	13419	21469	16455	17931
减：少数股东损益	252	290	348	422	372	584	865	1378	952	1212
七、归属母公司净利润	3913	3663	4253	6123	5128	8733	12554	20091	15503	16718
EPS	3.43	3.21	3.72	5.36	4.49	7.65	12.09	19.35	12.34	14.64
<b>主要比率</b>										
毛利率	91.6%	91.5%	90.6%	91.5%	88.5%	90.7%	91.9%	90.4%	92.4%	91.5%
主营税金率	12.1%	16.1%	22.9%	14.2%	12.5%	15.8%	13.2%	14.4%	10.3%	16.2%
营业费率	2.6%	3.0%	8.1%	6.1%	4.5%	3.2%	2.4%	4.4%	4.4%	4.2%
管理费率	11.2%	10.5%	11.1%	8.1%	7.9%	5.7%	10.1%	7.0%	11.4%	10.4%
营业利润率	65.5%	61.3%	48.5%	63.2%	63.3%	65.9%	66.2%	64.6%	66.3%	60.4%
实际税率	25.1%	25.0%	22.3%	25.2%	25.0%	24.9%	26.0%	24.9%	25.2%	25.2%
净利率	46.1%	41.6%	33.7%	44.0%	44.3%	46.0%	45.6%	45.2%	46.4%	41.6%
<b>YoY</b>										
收入增长率	14.3%	16.5%	30.0%	35.7%	36.5%	116.0%	16.0%	61.6%	3.4%	20.1%
营业利润增长率	12.3%	4.8%	4.3%	22.0%	32.0%	132.2%	11.6%	57.6%	0.3%	9.5%
净利润增长率	11.1%	3.6%	4.3%	25.2%	31.0%	138.4%	9.4%	60.0%	1.0%	7.8%

资料来源：公司报表

图 1：贵州茅台历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：贵州茅台历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《贵州茅台（600519）—短看业绩高增，来年量价齐升，上调目标价至 640 元》2017-10-11
- 2、《贵州茅台（600519）—淡季仍强劲，全年更可期》2017-07-28
- 3、《贵州茅台（600519）—乐观开放显自信，国酒文化妙生花》2017-05-24
- 4、《贵州茅台（600519）—加速的报表，进击的市值》2017-04-25
- 5、《贵州茅台（600519）—崇本守道，匠心名品》2017-04-20

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	65005	90181	127450	160443	202981
现金	36801	66855	93509	117735	148559
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8579	818	611	802	982
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	48	77	118	154	189
存货	18013	20622	30216	37924	48443
其他	1563	1808	2997	3827	4808
<b>非流动资产</b>	21297	22754	22904	23547	24165
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11416	14453	14994	15984	16913
无形资产	3582	3532	3179	2861	2575
其他	6299	4769	4731	4701	4677
<b>资产总计</b>	<b>86301</b>	<b>112935</b>	<b>150354</b>	<b>183990</b>	<b>227145</b>
<b>流动负债</b>	20052	37020	59233	72399	90365
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	881	1041	1827	2293	2929
预收账款	8262	17541	30796	38653	49374
其他	10909	18439	26610	31453	38062
<b>长期负债</b>	16	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	16	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	<b>20067</b>	<b>37036</b>	<b>59249</b>	<b>72415</b>	<b>90380</b>
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	61295	70263	83510	101341	123284
少数股东权益	2308	3004	4965	7603	10850
归属于母公司所有者权益	63926	72894	86141	103972	125915
<b>负债及权益合计</b>	<b>86301</b>	<b>112935</b>	<b>150354</b>	<b>183990</b>	<b>227145</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	17436	37451	41860	44677	55526
净利润	15503	16718	27032	36388	44779
折旧摊销	0	0	1350	1357	1382
财务费用	0	0	(80)	(106)	(133)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	11599	4398	6250
其它	1933	20733	1959	2639	3248
<b>投资活动现金流</b>	(2049)	(1103)	(1500)	(2000)	(2000)
资本支出	0	0	(1500)	(2000)	(2000)
其他投资	(2049)	(1103)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(5588)	(8335)	(13705)	(18451)	(22703)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(13785)	(18557)	(22836)
其他	(5588)	(8335)	80	106	133
<b>现金净增加额</b>	<b>9800</b>	<b>28014</b>	<b>26655</b>	<b>24226</b>	<b>30823</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	33447	40155	61093	80181	98175
营业成本	2538	3410	5987	7514	9599
营业税金及附加	3449	6509	8864	11634	14245
营业费用	1485	1681	2994	3608	4222
管理费用	3813	4187	4093	4811	5400
财务费用	(67)	(33)	(80)	(106)	(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
投资收益	4	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	22159	24266	38979	52386	64411
营业外收入	5	9	9	9	9
营业外支出	162	316	250	250	250
<b>利润总额</b>	22002	23958	38738	52145	64170
所得税	5547	6027	9746	13118	16144
<b>净利润</b>	16455	17931	28992	39026	48026
少数股东损益	952	1212	1960	2639	3247
<b>归属于母公司净利润</b>	15503	16718	27032	36388	44779
<b>EPS (元)</b>	12.34	13.31	21.52	28.97	35.65

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	3.8%	20.1%	52.1%	31.2%	22.4%
营业利润	0.3%	9.5%	60.6%	34.4%	23.0%
净利润	1.0%	7.8%	61.7%	34.6%	23.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	92.4%	91.5%	90.2%	90.6%	90.2%
净利率	46.4%	41.6%	44.2%	45.4%	45.6%
ROE	24.3%	22.9%	31.4%	35.0%	35.6%
ROIC	24.9%	23.9%	32.0%	35.1%	35.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.3%	32.8%	39.4%	39.4%	39.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	2.4	2.2	2.2	2.2
速动比率	2.3	1.9	1.6	1.7	1.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转率	14734.3	349174.			
应付帐款周转率	3.2	3.5	4.2	3.6	3.7
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	12.34	13.31	21.52	28.97	35.65
每股经营现金	13.88	29.81	33.32	35.57	44.20
每股净资产	50.89	58.03	68.57	82.77	100.23
每股股利	6.17	6.79	10.97	14.77	18.18
<b>估值比率</b>					
PE	45.8	42.5	26.3	19.5	15.9
PB	11.1	9.7	8.2	6.8	5.6
EV/EBITDA	12.3	11.2	7.0	5.3	4.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**董广阳**：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，8 年食品饮料研究经验。

**杨勇胜**：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在申万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

**李晓峥**：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

**欧阳予**：浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 年加入招商证券。

**于佳琦**：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，2016 年就职安信证券，2017 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。