



2017年10月26日

## 增持(首次评级)

当前价: 605.09 元

目标价: 665 元

分析师: 石山虎

执业编号: S0300517060001

电话: 021-51782237

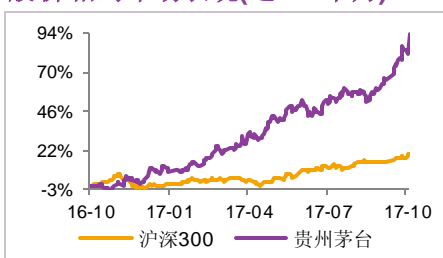
邮箱: shishanhu@lxsec.com

研究助理: 刘宸倩

电话: 021-51782335

邮箱: liuchengqian@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	38,862	55,962	68,833	81,223
(+/-)	19.0%	44.0%	23.0%	18.0%
归母净利润	16,718	25,107	32,129	38,266
(+/-)	7.8%	50.2%	28.0%	19.1%
EPS(元)	13.31	19.99	25.58	30.46
P/E	42.50	28.30	22.12	18.57

资料来源: 联讯证券研究院

《【联讯食品饮料公司点评】贵州茅台: 淡季不淡, 中报业绩略超预期》2017-07-28

## 贵州茅台(600519.SH)

# 【联讯食品饮料公司点评】贵州茅台: 三季度发货量大增, 业绩超预期

### 投资要点

#### ◇ 事件: 贵州茅台 2017 年三季报

10月25日晚, 贵州茅台(600519)公布了2017年三季报。2017年前三季度, 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净利润199.84亿元, 同比增长60.31%; 扣除非经常性损益后的归母净利润为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%。

第三季度, 公司实现营业收入182.60亿元, 同比增长115.87%; 归属于上市公司股东净利润87.33亿元, 同比增长138.42%。公司业绩大幅超预期。

#### ◇ 双节发货量大增, 系列酒完成全年目标

2017Q3 营收 182.60 亿, 同比增长 115.87%; 其中茅台酒收入为 167.77 亿元, 系列酒收入为 14.70 亿元。为了抑制茅台酒价格上涨, 公司双节加大发货量, 我们预计三季度实际发货量约超 10200 吨。2017 年 1-9 月, 系列酒收入为 40.19 亿元, 提前完成全年目标。受益于高端白酒行业复苏, 飞天茅台需求提升, 公司收入实现高增长。

#### ◇ 毛利率同比略降, 净利率同比增长 4.52%

2017Q3 毛利率为 90.35%, 同比下降 0.78%; 净利率为 47.82%, 同比增加 4.52%。由于系列酒收入占比提升, 毛利率呈现缓慢下行趋势。2017Q3 销售费率同比增长 0.12%; 管理费率同比下降 5.02%, 公司盈利能力显著提升。

#### ◇ 预收账款略有收窄, 消费税率同比略降

2017Q3 公司预收账款 174.72 亿元, 环比 Q2 下降 3.08 亿元, 主要由于打款政策收紧。2017Q3 营业税金及附加占收入比重为 16.45%, 同比下降 0.32%。计税方式稳定后, 消费税率的影响将逐渐下降。

#### ◇ 批价持续坚挺, 未来提价概率大

双节加大茅台发货量后, 批价仍然稳定在 1300 元以上, 终端动销强劲。四季度加大发货量概率低, 预计批价将持续坚挺。自 2012 年起, 飞天茅台出厂价基本稳定。由于 2013-14 年基酒量较少, 我们预计 18 年茅台酒可投放量紧缺, 叠加需求持续旺盛, 公司未来提价概率将增大。

#### ◇ 盈利预测及估值

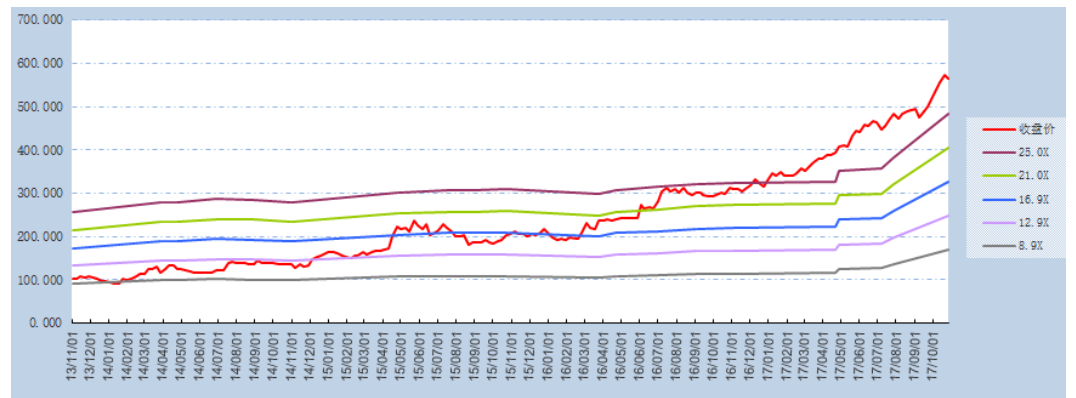
我们预计公司 2017 年-2018 年的收入增速分别为 44%、23%, 净利润增速分别为 50%、28%, 当前股价对应 PE 分别为 28、22 倍。给予 2018 年 26 倍 PE, 目标价为 665 元。

#### ◇ 风险提示

提价进度低于预期, 消费升级低于预期

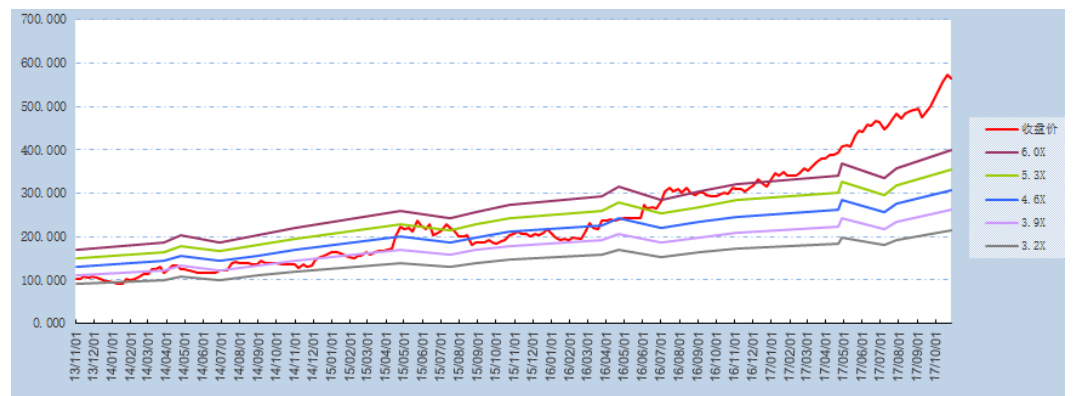


图表1: 贵州茅台 PE-Band



资料来源:Wind, 联讯证券

图表2: 贵州茅台 PB-Band



资料来源:Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

利润表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	38,862	55,962	68,833	81,223	净利润	17,931	26,927	34,458	41,040
营业成本	3,410	5,708	7,021	8,528	折旧摊销	934	1,430	1,430	1,336
营业税金及附加	6,509	8,674	9,981	11,371	财务费用	-33	-1,532	-1,524	-1,888
销售费用	1,681	2,686	2,753	3,249	经营性应收项目变动净额	21,771	-9,618	2,912	-1,056
管理费用	4,187	5,372	5,507	6,092	经营活动净现金流	37,452	20,640	2,172	59,945
财务费用	-33	-1,532	-1,524	-1,888	投资活动净现金流	-1,103	159	-231	-231
资产减值损失	12	12	12	12	筹资活动净现金流	-8,335	-10,108	-13,372	-15,853
营业利润	24,266	36,211	46,252	55,028	现金净增加额	28,015	10,691	-11,431	43,861
营业外收入	-308	-306	-308	-308	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
营业外支出	0	2	0	0	成长能力				
利润总额	23,958	35,903	45,945	54,721	营业收入增长率	19%	44%	23%	18%
所得税	6,027	8,976	11,486	13,680	营业利润增长率	10%	49%	28%	19%
净利润	17,931	26,927	34,458	41,040	归属母公司净利润增长率	8%	50%	28%	19%
少数股东损益	1,212	1,821	2,330	2,775	获利能力				
归属母公司净利润	16,718	25,107	32,129	38,266	毛利率	91.23%	89.80%	89.80%	89.50%
EPS（元）	13.31	19.99	25.58	30.46	净利率	46.14%	48.12%	50.06%	50.53%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	总资产净利率	22.36%	27.85%	31.05%	31.49%
货币资金	0	10,691	-740	43,120	ROE	22.94%	29.07%	31.02%	30.83%
应收账款	1,941	12,694	9,846	12,347	偿债能力				
存货	20,622	17,432	52,778	32,506	资产负债率	29%	26%	23%	20%
流动资产合计	85,991	103,854	124,920	151,011	流动比率	277%	322%	387%	448%
固定资产	17,199	16,238	15,277	14,316	营运能力				
无形资产	3,532	3,145	2,757	2,370	总资产周转率	0.36	0.45	0.48	0.48
资产总计	106,999	123,420	143,045	167,787	应收账款周转率	47.53	5.39	13.99	7.17
应付账款	20,306	21,442	21,505	22,950	每股指标(元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	13.31	19.99	25.58	30.46
流动负债合计	20,306	21,442	21,505	22,950	每股经营现金	29.81	16.43	1.73	47.72
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	82.46	98.80	0.00	0.00
负债合计	31,101	32,236	32,299	33,744	估值比率				
所有者权益	75,899	91,184	110,745	134,043	P/E	42.50	28.30	22.12	18.57
负债和所有者权益合计	106,999	123,420	143,045	167,787	P/B	9.75	8.23	6.86	5.73

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士研究生，现任联讯证券研究院农林牧渔首席分析师。证券行业从业 6 年，2012 年至 2017 年在民生证券研究院从事农林牧渔行业分析，2012 年水晶球行业第五小组成员，善于把握行业周期，实地调研数十家上市公司，擅长挖掘投资价值标的。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)