



2017-10-26

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台 (600519)

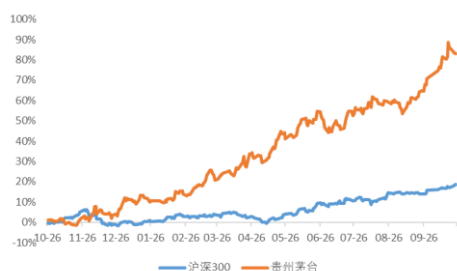
目标价: 660

昨收盘: 565.67

食品饮料/饮料制造

## 三季报点评：业绩超预期，大市值获支撑，维持 660 目标价

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	710,593/710,593
12 个月最高/最低(元)	582.60/308.87

### 相关研究报告：

贵州茅台 (600519)《贵州茅台跟踪点评：量增价稳，三季报乐观，上调盈利预测和目标价至 660 元》  
—2017/10/13

贵州茅台 (600519)《茅台跟踪点评：股价首破 500，稳赚业绩的钱仍有空间》  
—2017/08/15

贵州茅台 (600519)《贵州茅台 2017 中报点评：缺货加价成常态，主动加库存支撑高估值》  
—2017/07/28

### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

**事件：**公司发布 2017 年三季报，实现总收入 444.87 亿、归母净利润 199.84 亿、扣非后归母净利润 200.87 亿，分别同比增长 61.58%、60.31%、60.12%，EPS 为 15.91 元/股。单三季度收入 189.93 亿、归母净利润 87.33 亿，分别同比增长 115.95%、138.41%，报表增速大幅超此前预期。

**单三季度飞天及以上产品报表确认九千吨以上，预收款平稳，真实反应实际动销** 公司酒类相关收入 424.5 亿增长 59.4%，前三季度实现茅台酒收入 384.04 亿，系列酒 40.19 亿，单三季度确认茅台酒收入 168 亿（对应去年吨酒价格三季度报表确认 10473 吨，考虑到今年均价提高，估计对应 Q3 报表确认 9 千多吨）、系列酒收入 15 亿，预收款 174.72 亿，环比略降 3.08 亿，同比持平微增，三季度报表收入真实反应了三季度的动销情况。公司三季度末应收票据 18.3 亿环比略增 1.3 亿，同比增长 61%，主要为支持系列酒经销商所用。

经营活动现金流入同比略降主要受去年单三季度预收款环比大幅增加 59 亿、应收票据环比大幅减少 54 亿，而今年单三季度预收款环比略降、应收票据环比略增有关，若剔除这两部分变化，单三季度销售商品提供劳务收到的现金同比增速和收入增速相符。此外支付的各项税费同比增长 42%，导致现金流量净额同比下降。

**单三季度毛利率同比略降、期间费用率下降带动净利率提升** 单三季度毛利率由于飞天及以上茅台发货量加大，环比提升 2.2%至 90.7%，同比略降 0.8%，营业税金及附加同比增长 111.85%，与收入增速吻合，系列酒带动销售费用维持高投放增速（+124%），管理费用平稳增长 17%，期间费用率整体下降 4.9%，净利率提升 4.33 个百分点至 45.98%。

**盈利预测与评级** 公司三季度加大供应量、配合前期管理市场手段、及规定经销商支持茅台云商供货后，双节前一批价格回落，节后除少数地区维持此前联谊会协议 1299 元出货外，其余地区一批价均稳定在 1340~1380 区间内。经过三季度加大投放量后，目前茅台供货节奏赶上月度发货计划，剩余月份目前仍按照月度打款发货节奏执行。从长期来看，供应量不可能维持三季度如此大的同比增速，若按照市场规律明年提高出厂价的预期仍然存在。除此之外公司三季度花了很

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1440513090001

多力气在整顿经销商内部管理上，可以看到茅台对渠道端的管理愈发严格规范。在新的领导上任后，三季度报表上也可以看到更加的规范透明。

去年单四季度报表收入 126 亿，去年三、四季度末预收款水平较平稳，按去年吨价报表确认约 7200 吨（提前执行部分今年计划量）。而今年公司提出为确保四季度供应将提前执行明年计划量，而 18 年春节旺季时间同比延后 19 天，预计今年 Q4 收入将会比较平稳。

我们维持前期关键假设，2018 年普飞出厂价提高到 999 元，调低明年报表销量同比增速至 10%，相应调高 2017~19 年 EPS 至 19.55、25、30 元/股。考虑茅台的品牌高度、产品稀缺性以及供给改善等因素，同时基于当前公司的基本面以及市场的情绪，我们认为公司的市值享有一定估值溢价。给予目标价 660 元，“买入”评级。

**风险提示：**公司提价不及预期，宏观经济不及预期

表 1、贵州茅台盈利预测简表

	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入（百万）	40155.08	57109.00	71957.34	80592.22
营业收入增长率	20.06%	42.22%	26.00%	12.00%
净利润（百万）	16718.36	24556.87	31404.95	37685.93
净利润增长率	7.84%	46.89%	27.89%	20.00%
EPS（元）	13.31	19.55	25.00	30.00
P/E	43	29	23	19

资料来源：WIND、太平洋研究院

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。