

日常消费 食品、饮料与烟草

贵州茅台单第三季度的收入、利润将如何？

■ 走势比较



■ 子行业评级

食品	看好
饮料	看好

相关研究报告：

《中炬高新中报点评：业绩好于前期预告，美味鲜恢复高增长》
--2018/08/22

《舍得实际高增长，持续发力是关键》
--2018/08/22

《净利润率创新高，持续增长确定性强》
--2018/08/21

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

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

报告摘要

本周观点：

白酒经历持续两个月的大幅调整后，无论是调整幅度还是调整事件，对未来悲观的预期和业绩的调整，都已经得到了充分的风险释放。只要市场短期企稳，白酒就有望止跌反弹；即使市场走弱，白酒也有望获得相对收益，直到9月份的终端销售情况明晰后，再决定未来的方向。我们看好未来两周白酒的相对收益，看好9月份白酒板块的反弹。五粮液、泸州老窖、伊力特、舍得酒业等跌幅大、估值便宜的公司有较好的空间。

另外，行业龙头贵州茅台的走势决定市场对白酒的信心，也决定行业的发展。为此，本周我们专门对市场关心的贵州茅台的三季报进行专题分析。根据测算，贵州茅台单三季度有望实现营业总收入 223.1 亿元、利润总额 157.99 亿元、归母净利 110.5 亿元，同比分别增长 17.46%、27.32%、26.53%，EPS 为 8.80 元/股。前三季度累计来看，合计营业总收入 575.61 亿元、利润总额 385.19 亿元、归母净利 268.14 亿元，同比分别增长 29.39%、35.19%、34.18%，EPS 为 21.35 元/股。全年累计来看，合计营业总收入 763.28 亿元、利润总额 524.94 亿元、归母净利 366.45 亿元，同比分别增长 25.00%、35.50%、35.33%，EPS 为 29.17 元/股。

食品板块近期走势较强，个别优质公司在中报之后走出较强的反弹行情。我们认为，大众消费因为必需消费的属性、消费降级的概念、业绩较强的稳定性，高估值和溢价将得到持续。不会出现像白酒那样的整体杀估值。继续看好相对估值便宜、景气度较好、增长较快并且有成长空间的个股：双汇发展、梅花生物；持续看好中炬高新、安井食品等公司。

重点推荐个股：

五粮液、泸州老窖、伊力特、舍得酒业；
双汇发展、梅花生物、中炬高新、安井食品。

风险提示：

宏观经济不景气，销售环境恶化，食品安全问题等。

一、本周观点：看好白酒短期反弹及其相对收益，继续推荐相对估值便宜、基本面好的食品公司

白酒经历持续两个月的大幅调整后，无论是调整幅度还是调整事件，对未来悲观的预期和业绩的调整，都已经得到了充分的风险释放。只要市场短期企稳，白酒就有望止跌反弹；即使市场走弱，白酒也有望获得相对收益，直到9月份的终端销售情况明晰后，再决定未来的方向。我们看好未来两周白酒的相对收益，看好9月份白酒板块的反弹。五粮液、泸州老窖、伊力特、舍得酒业等跌幅大、估值便宜的公司有较好空间。

另外，行业龙头贵州茅台的走势决定市场对白酒的信心，也决定行业的发展。为此，本周我们专门对市场关心的贵州茅台的三季报进行专题分析。【详见下文】

食品板块近期走势较强，个别优质公司在中报之后走出较强的反弹行情。我们认为，大众消费因为必需消费的属性、消费降级的概念、业绩较强的稳定性，高估值和溢价将得到持续。不会出现像白酒那样的整体杀估值。继续看好相对估值便宜、景气度较好、增长较快并且有成长空间的个股：双汇发展、梅花生物；持续看好中炬高新、安井食品等公司。

二、贵州茅台三季报专题分析

贵州茅台从6月初接近800元的高点，持续调整，到8月2号披露中报后，预收账款的大幅减少兑现了市场的悲观预期，投资者对社会消费和未来的悲观而忽略了强健的基本面。

贵州茅台是白酒行业的龙头，也是行业景气的指标，茅台的动销、价格和股价的波动，关系着整个白酒板块和整个消费领域。近期茅台的弱势蕴含着投资者对未来消费的悲观，短期也是三季报不确定的消极反应，这也掣肘整个白酒板块的走势。

我们没人怀疑贵州茅台的价格和终端动销，即使经济再萧条，消费再低迷，贫富分化的加剧和暴富人群的大体量都能支撑茅台越来越高的酒价，真实的消费者和资本的囤货者只买涨不买跌。因此，客观、准确的分析茅台的三季度业绩成为短期能够影响股价的关键因素。

（一）引言

茅台酒旺季“开闸”增加供应量，系列酒实行年份化并以此提升价格，今年中秋、国庆，茅台依旧会迎来供需两旺格局。贵州茅台单三季度收入、利润将如何？考虑前值高基数，增长情况如何？

(二) 关于量、价、产品结构的核心假设

假设1: 茅台酒单三季度计划供应9200吨, 普飞约占55%, 表观与渠道匹配;

假设2: 系列酒单三季度供应7000吨, 大单品实行按年份定价, 吨价提升10%;

假设3: 非酒类业务按照谨慎原则, 假设收入环比一、二季度持平。

图表 1、各季度茅台酒发货量及其普飞占比情况



资料来源: 太平洋证券研究院整理

(三) 测算单三季度收入增长 17.5%, 利润总额增长 26.26%

分析结论一: 预计茅台酒单三季度的销量同比有所下降, 但吨价大幅提升23.57%; 系列酒单三季度的销量环比有所减少, 但吨价环比提升10%左右。照此推算, 单三季度总营收达223亿元, 同比增长17.5%; 前三季度总营收达到575亿元, 同比增长29%左右。

分析结论二: 茅台酒的销量占比提升、非标产品补发、提价红利等多因素有望使酒类产品的销售毛利率创新高; 销售费用率回落、管理费用率保持改善趋势。照此推算, 单三季度利润总额有望达到158亿元, 同比增长26.26%; 前三季度利润总额约385亿元, 同比增长35%。

图表 2、茅台近几年的营业总收入和利润总额的逐季变化



资料来源: WIND、太平洋证券研究院

(四) 我们的观点：高基数下维持高增长已属不易，提价效果略超预期；旺季策略合理，新渠道政策有望增加预收款，业绩可能超预期

观点一、得益于提价红利，高基数下仍将维持高增长

考虑去年表观数据存在超高基数，今年单三季度如果收入增长17.5%、利润总额增长26.26%，已属不易，亦符合我们的预期。全年来看，量增将非常有限，业绩增长的主要贡献源自提价红利，效果其实略超预期。我们继续维持全年收入/利润增长25%/35%的判断。

观点二、旺季策略合理，新渠道政策有望增加预收款，提升单季度业绩

微酒讯，贵州茅台在中秋国庆旺季期间将“开闸”增加茅台酒供应量，同时，也将打出“降温”、“稳市”组合拳，即允许专卖店和经销商于8月底前就执行9、10月份的计划，进一步加快市场的供应速度；同时，自8月份起，茅台年份酒将不再占用经销商全年计划。

我们认为，茅台酒旺季供货策略合理，有助于抑制价格体系短期内过快、过高上涨，且从当前的供需格局来看，预计市场也能够充分承接和消化。考虑月度配额宽松后，提前执行计划可能使得旺季真实供应量超出预期。

假设届时价格如愿回落，则说明茅台针对渠道囤货居奇的一系列举措收到了预期的效果，侧面验证酒厂对渠道和产品量价的掌控力仍旧十分强劲；假设一批价和零售终端价格到时候仍然下不来，则未来酒厂进一步提高出厂价或者以联营销售公司的形式进行渠道利润切割的可能性将大大提升。

同时在新的渠道政策下，经销商提前打款执行10月份计划的可能性极大；年份酒不占用全年计划也将大幅增加中秋国庆期间年份酒的供应和销售。两项叠加，预收款有望重新大幅增加，再度提振市场信心。单季度来看，如果这部分增量确认在三季度，那么单第三季度的收入和业绩在我们测算的基础上，还将进一步提升，有望明显超预期。

而在上半年进度超前的情况下，系列酒的年份化和提价不失为有效政策，也对双轮驱动的愿景和产品结构的优化起到长足的影响。假如旺季供应量如我们预期的有所下降，那么收入、利润的增长将主要依赖吨价的提升；假如旺季供应不减，甚至增加，那么系列酒销售也存在再超预期的可能。

综上，我们认为贵州茅台单第三季度的业绩即便有基数的影响也能保持较好的增长，且在新的渠道政策下，存在超预期的可能。

（五）单三季度和全年的盈利预测：

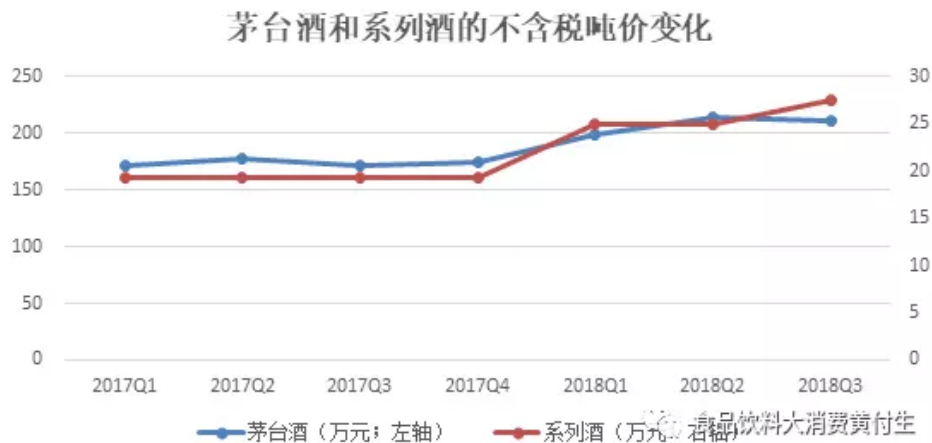
1、茅台酒量减价升，产品结构升级

微酒讯，茅台进入“双节”旺季备战，8、9月份茅台酒计划投放量7000吨。结合渠道反馈，7月份茅台酒的供应量在2200吨左右，则单三季度茅台酒的供应量约合9200吨左右。因为去年单三季度茅台酒表观确认的收入较多，约合9800吨，因此茅台酒在量的层面出现下滑。根据产品结构的变化，并考虑提价红利，我们以176万计普飞不含税吨价、以254万计非标产品不含税吨价，考虑非标产品补发等因素，判断普飞产品占比约55%左右，据此测算平均吨价约211.55万元，则单三季度茅台酒不含税收入约195亿元，同比增长16%。

2、系列酒预计进度放缓，年份化带来吨价提升

系列酒全年计划投放30000吨，含税销售额冲刺80亿元目标。上半年投放16000吨，实现含税销售额46.7亿元，进度超额达成。8月3日，贵州茅台酱香酒营销有限公司下发通知，针对五大单品出台“按年份定价”的指导价格表，预计将进一步推升系列酒吨价。假设吨价进一步提升10%，则不含税吨价为27.45万元，全年平均吨价约合26万元，对应30000吨实现不含税收入78.37亿元，含税销售额超过90亿元。单三季度考虑提价和全年进度安排，预计供应量环比略微下滑至7000吨，对应不含税收入19.22亿元，同比增长约31%。

图表 3、茅台酒和系列酒的吨价盘点



资料来源：太平洋证券研究院整理

3、单三季度收入有望增长17.5%，前三季度累计增长29%

假设酒类收入表观和渠道数据相匹配。同时，根据谨慎性原则，假设非酒类业务

的收入环比一、二季度持平，则单三季度总营收有望达到223亿元，同比增长约17.5%；前三季度累计总营收达到575亿元，同比增长29%左右。

图表 4、茅台酒和系列酒的收入盘点



资料来源：WIND、太平洋证券研究院

4、综合毛利率有望创新高，费用率预期改善，单三季度利润总额更快增长

销量占比分析，单三季度茅台酒9200吨、系列酒7000吨，则茅台酒销量明显超过系列酒，且随着非标茅台酒的补发，茅台酒自身的产品结构有一个提升，对提升综合吨价以及毛利率作用明显，我们判断单三季度贵州茅台的盈利指标会有明显改善。

图表 5、综合销售毛利率和销售净利率走势

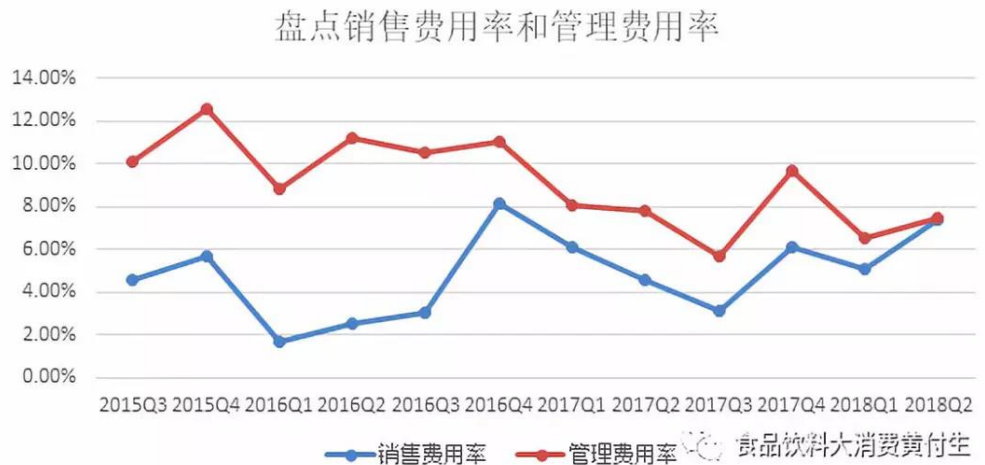


资料来源：WIND、太平洋证券研究院

一方面，在产品结构改善和提价红利带动下，销售毛利率明显改善，有望创过去几年单季度新高；另一方面，我们判断销售费用率和管理费用率将有明显的改善。按照公司年初预算，全年销售费用同比增长40%至将近42亿元，上半年投入22亿元，下半

年投入的绝对额有望减少，而在收入规模扩大的情况下，销售费用率将有明显的改善。管理费用率从过去单季度的同比情况来看，一直处在改善的通道中，我们判断这一趋势还会继续随着规模效应而保持。

图表 6、销售费用率和管理费用率走势



综上，毛利率提升，营业成本占比降低；销售费用率和管理费用率同比改善，多方面因素将使得利润总额保持一个更快的增速。

5、单三季度和全年的盈利预测

根据测算，贵州茅台单三季度有望实现营业总收入223.1亿元、利润总额157.99亿元、归母净利110.5亿元，同比分别增长17.46%、27.32%、26.53%，EPS为8.80元/股。前三季度累计来看，合计营业总收入575.61亿元、利润总额385.19亿元、归母净利268.14亿元，同比分别增长29.39%、35.19%、34.18%，EPS为21.35元/股。全年累计来看，合计营业总收入763.28亿元、利润总额524.94亿元、归母净利366.45亿元，同比分别增长25.00%、35.50%、35.33%，EPS为29.17元/股。

图表 7、单三季度和全年的核心财务指标

(单位：亿元)	全年累计	前三季度累计	单三季度
营业总收入	763.28	575.61	223.1
YOY	25.00%	29.39%	17.46%
利润总额	524.94	385.19	157.99
YOY	35.50%	35.19%	27.32%
归母净利	366.45	268.14	110.5
YOY	35.33%	34.18%	26.53%
EPS	29.17	21.35	8.80
YOY	35.30%	34.18%	26.59%

资料来源：WIND、太平洋证券研究院

6、如何看当前茅台的股价？

贵州茅台今年PE为22.6，对于一个高增长的龙头公司来讲，估值水平是合理偏低的。即使按照今年20倍的PE对茅台定价，向下的空间也是有限的。茅台的估值不可能再像2013年那样达到极低的水平，具体就不赘述。

由于市场对消费和未来的悲观，以及对茅台明年增长的不确定性，对投资的信心不足。我们认为，即使明年茅台的量明年没有增加，净利润的增速也能保持15%之上，那2019年对应的PE就不足20倍。

因此，当下的茅台短期下跌空间是有限的，大可不必继续悲观，明年的茅台基本面是有支撑的。未来不确定的是市场和估值体系，如果出现系统性风险，整体估值持续下降到今年或明年15倍的水平，那就不是贵州茅台自身的问题了。

三、重点推荐标的

五粮液、泸州老窖、伊力特、舍得酒业

双汇发展、梅花生物、中炬高新、安井食品

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	袁进	15715268999	yuanjin@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	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

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

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。