



贵州茅台（600519）：营收、净利恢复两位数增长

推荐（维持）

食品饮料—白酒

当前股价：238.44 元

报告日期：2016 年 4 月 21 日

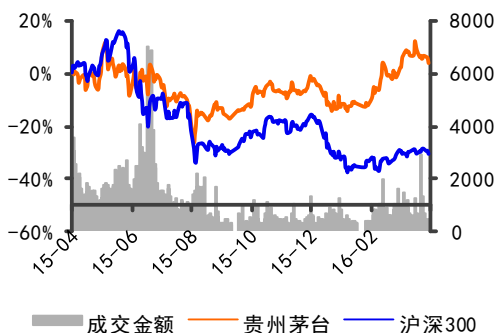
主要财务指标（单位：亿元）

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	322.2	334.5	363.0	401.6
(+/-)	3.7%	3.8%	8.5%	10.6%
营业利润	221.0	221.6	247.9	273.5
(+/-)	1.4%	0.3%	11.9%	10.3%
归属母公司净利润	153.5	155.0	172.6	190.6
(+/-)	1.4%	1.0%	11.3%	10.4%
EPS	13.44	12.34	13.74	15.17
市盈率	17.7	19.3	17.4	15.7

公司基本情况（最新）

总股本/流通股(万股)	125,620 / 125,620
流通股市值(亿元)	2995.28
每股净资产(元)	50.89
资产负债率(%)	23.25

股价表现（最近一年）



食品饮料行业研究员：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-51793724

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

- **贵州茅台发布 2016 年一季报**：报告期内，公司实现营业收入 99.89 亿元，同比增长 16.91%；归属于上市公司股东的净利润 48.89 亿元，同比增长 12.01%；基本每股收益 3.89 元，业绩好于市场普遍预期。
- **营收/净利恢复两位数增长**：一季度营业收入、净利润同比均有两位数的增长，也显著高于公司 3 月提出 2016 年收入增长 4% 的目标。对比 2015 年实现营业收入 326.6 亿元，同比增长 3.44%，实现归属于上市公司股东的净利润 155 亿元，同比增长 1% 的业绩，2016Q1 的营收和净利均已接近去年全年的 1/3。业绩增长主要贡献来自核心产品 53 度飞天茅台的热销。公司还在一季度工作会议上提出：预计二季度仍会延续发展势头，计划今年上半年公司销售收入和利润总额要超过全年计划的 60%。
- **毛利率基本稳定，期间费用下降**：2016Q1 毛利率 92.54%，同比下滑 0.8pct，期间费用下降 2.7pct 至 10.46%，主要是销售费用和管理费用优化；净利润同比下降 2.1pct 至 47.7%，主要是公司消费税基提高所致。
- **现阶段价格体系稳定，“蓄水池”不断丰沛**：53 度飞天茅台市场价格体系近期较稳定，春节前批发价达到 880 元，春节后基本保持在 850 元左右，并未大幅下跌，清明节期间还再次小幅上涨，国内部分地区再出现货源紧缺现象，相对应的经营财务数据也有体现：2016Q1 销售商品、提供劳务收到的现金 154.9 亿元，同比增长 51.05%；预收款项达 85.45 亿元，较期初增加近 3 亿元，再刷新去年末的历史新高记录。综合来看，预计茅台业绩将进入新的、健康的成长周期。
- **未来看点**：（1）在经历了长达三年之久的减产、降价后，白酒行业的价格已趋于稳定，虽然现在讨论整个行业是否已经触底反弹为时过早，但高端白酒最差的时代已经结束，商务消费和自饮消费已逐步取代之前的三公消费，预计贵州茅台将进入新的、健康的成长周期；（2）系列酒一直以来都是公司的短板，2014 年末公司还单独成立了酱香酒公司来运营系列酒。去年茅台酒营收为 315 亿，系列酒营收仅为 11 亿，同比增长 18.49%。这样的业绩显然与茅台“做强茅台酒，做大系列酒”的战略定位不符，迅速提高茅台酱香酒的市场份额已迫在眉睫。4 月 19 日，此前一直空缺的茅台酱香酒公司总



经理一职，已由茅台集团技术开发公司董事长、贵州茅台副总经理李明灿兼任，可见公司在要在中高价位酱酒上占据市场份额的决心。当然，系列酒短期之内体量还很小，对上市公司的业绩贡献有限；（3）公司还就茅台国际大酒店等项目追加投资，并将原经营范围上增加“酒店经营管理、住宿、餐饮、娱乐、洗浴及停车场管理服务”，进一步实现多元化经营。

- **盈利预测：**我们预测 2016-2018 年公司 EPS 将分别达到 13.74 元、15.17 元和 17.09 元，按照 2016 年 4 月 20 日收盘价 238.44 元进行计算，对应 2016-2018 年动态 PE 分别为 17.4 倍、15.7 倍和 14.0 倍，给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**（1）白酒行业竞争加剧；（2）食品安全问题。



盈利预测表

单位：万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,221,721	3,344,686	3,630,472	4,015,714	4,514,163
增长率(%)	3.7%	3.8%	8.5%	10.6%	12.4%
减：营业成本	233,855	253,834	273,018	288,407	310,847
综合毛利率(%)	92.7%	92.4%	92.5%	92.8%	93.1%
减：营业税金及附加	278,899	344,917	338,253	378,632	437,245
销售费用	167,473	148,496	189,007	198,699	219,598
管理费用	337,850	381,285	375,269	431,328	488,694
财务费用	-12,317	-6,727	-23,772	-16,574	-19,090
期间费用率	15.3%	15.6%	14.9%	15.3%	15.3%
资产减值损失	43	-54	-81	-34	-71
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	310	387	0	0	0
营业利润	2,210,297	2,215,899	2,478,779	2,735,255	3,076,939
增长率(%)	1.4%	0.3%	11.9%	10.3%	12.5%
加：营业外收入	656	482	1,697	1,091	1,329
减：营业外支出	22,719	16,210	29,665	26,864	29,654
利润总额	2,188,234	2,200,171	2,450,811	2,709,482	3,048,614
增长率(%)	2.1%	0.5%	11.4%	10.6%	12.5%
减：所得税	561,297	554,672	623,906	689,276	773,402
实际所得税率(%)	25.7%	25.2%	25.5%	25.4%	25.4%
净利润	1,626,937	1,645,500	1,826,905	2,020,206	2,275,212
归属于母公司所有者净利润	1,534,980	1,550,309	1,725,664	1,905,871	2,146,388
增长率(%)	1.4%	1.0%	11.3%	10.4%	12.6%
净利润率(%)	47.6%	46.4%	47.5%	47.5%	47.5%
少数股东损益	91,957	95,191	101,241	114,335	128,824
总股本(万股)	114,200	125,620	125,620	125,620	125,620
基本每股收益(元/股)	13.44	12.34	13.74	15.17	17.09
稀释后每股收益(元/股)	12.22	12.34	13.74	15.17	17.09

资料来源：公司定期报告、华鑫证券研发部

研究员简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士

主要研究和跟踪领域：食品饮料

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>