



贵州茅台(600519.SH)

【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年07月28日

投资要点

增持(首次评级)

当前价：474 元
目标价：541 元

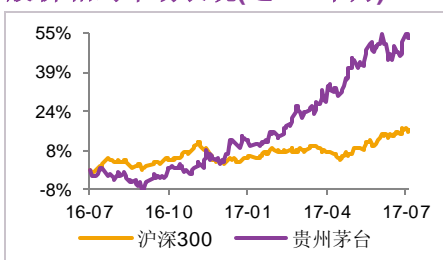
分析师：石山虎

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：liuchenqian@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	48,578	59,605	70,572
(+/-)	18.99	25.00%	22.70	18.40%
净利润	16,718	21,646	26,141	30,042
(+/-)	7.84%	29.48%	20.76	14.93%
EPS(元)	13.31	17.23	20.81	23.92
P/E	36.06	27.85	23.07	20.07

资料来源：联讯证券研究院

◇ 事件：贵州茅台 2017 年半年报

2017 年半年报，营收 241.9 亿元，同比增长 33.11%；归母净利润 112.51 亿元，同比增长 27.81%。17Q2 营收 115.8 亿元，同比增长 36.45%；归母净利润 51.3 亿元，同比增长 31.03%。

◇ 业绩略超预期，系列酒增速强劲

参考茅台集团公布上半年营收同比增长 31.16%，利润总额同比增长 24.38%，中报略超预期。分产品，茅台酒收入 216.27 亿元，同比增长 23.77%；系列酒收入 25.49 亿元，同比增长 268.72%。渠道下沉和销售网络建设带动系列酒高速增长。系列酒收入已经完成全年目标的 59%，今年有望完成 50 亿。毛利率 89.62%，同比减少 2.26%；净利率 49.79%，同比减少 1.81%。毛利率下降主要是低毛利率的系列酒占比提升所致。上半年公司期间费用率 13.95%，较上年增加 1.65%。其中，销售费用率增加 3.34%，管理费用率减少 1.95%。

◇ 预收账款小幅回落，消费税率未提升

2017H1 公司预收款项 177.80 亿元，较 Q1 减少 12.08 亿元，但仍维持高位。预收账款小幅回落主要是打款政策变化和增强发货确认。2017H1 公司销售商品、提供劳务收到现金 281.52 亿元，同比增长 9.33%。税金及附加金额/营业收入，相比 Q1 的 14.83%，Q2 降至 13.29%。上半年消费税累计缴纳 26.13 亿元，占收入比为 10.80%，环比下降 5.70%。

◇ 淡季不淡，未来有望持续保持高增长

二季度为白酒淡季，飞天茅台价格仍然强劲。近期经销商调研表示，飞天茅台一批价涨至 1400 元左右，终端价格也历史高位。为了缓解市场需求不足情况，在全年计划总量保持不变的前提下，根据其生产周期，日投放量不断增加。2017 年 9 月起投放量将为普通月份的两倍。由于基酒因素影响，茅台供给偏紧将持续，一批价有望上行，为出厂价上调打下基础。我们持续看好公司未来增长。

◇ 盈利预测及估值

2017-19 年，归母净利润为 216.5、261.4 和 300.4 亿元，对应 EPS 为 17.23、20.81 和 23.92 元。给予 18 年 PE26 倍，目标价 541 元，给予“增持”评级。

风险提示

消费升级不及预期，高端酒产能不足



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	48,578	59,605	70,572	净利润	17,931	23,216	28,036	32,221
营业成本	3,410	5,246	7,272	10,092	折旧摊销	934	1,430	1,430	1,336
营业税金及附加	6,509	6,801	8,225	9,598	财务费用	-33	-1,290	-1,450	-1,561
销售费用	1,681	2,672	3,099	3,529	经营性应收项目 变动净额	21,771	-13,855	18,153	-14,021
管理费用	4,187	3,886	4,768	5,646	经营活动净现金流	37,452	-8,391	41,732	-8,900
财务费用	-33	-1,290	-1,450	-1,561	投资活动净现金流	-1,103	-245	-244	-243
资产减值损失	12	0	0	0	筹资活动净现金流	-8,335	-8,820	-10,755	-12,461
营业利润	24,266	31,262	37,689	43,269	现金净增加额	28,015	-17,457	30,733	-21,605
营业外收入	-308	-306	-308	-308	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外支出	0	2	0	0	成长能力				
利润总额	23,958	30,954	37,382	42,961	营业收入增长率	19%	25%	23%	18%
所得税	6,027	7,739	9,345	10,740	营业利润增长率	10%	29%	21%	15%
净利润	17,931	23,216	28,036	32,221	归属母公司净利润 增长率	8%	29%	21%	15%
少数股东损益	1,212	1,570	1,896	2,178	获利能力				
归属母公司净利润	16,718	21,646	26,141	30,042	毛利率	91.23%	89.20%	87.80%	85.70%
EPS（元）	13.31	17.23	20.81	23.92	净利率	46.14%	47.79%	47.04%	45.66%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	22.36%	25.15%	24.91%	25.72%
货币资金	0	-17,457	13,276	-8,329	ROE	22.94%	25.62%	26.53%	26.21%
应收账款	1,941	13,842	6,106	18,581	偿债能力				
存货	20,622	38,818	43,569	70,768	资产负债率	29%	25%	27%	24%
流动资产合计	85,991	98,631	126,379	144,448	流动比率	277%	339%	320%	380%
固定资产	17,199	16,259	15,319	14,378	营运能力				
无形资产	3,532	3,151	2,768	2,384	总资产周转率	0.36	0.41	0.41	0.44
资产总计	106,999	118,224	144,556	161,301	应收账款周转率	47.53	4.45	17.11	5.20
应付账款	20,306	18,353	28,769	27,223	每股指标(元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	13.31	17.23	20.81	23.92
流动负债合计	20,306	18,353	28,769	27,223	每股经营现金	29.81	-6.68	33.22	-7.09
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	78.43	91.26	0.00	0.00
负债合计	31,101	29,147	39,564	38,018	估值比率				
所有者权益	75,899	89,077	104,993	123,283	P/E	36.06	27.85	23.07	20.07
负债和所有者权益 合计	106,999	118,224	144,556	161,301	P/B	8.27	7.14	6.12	5.26

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	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@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