

2017年10月26日

公司研究

评级：买入（维持）

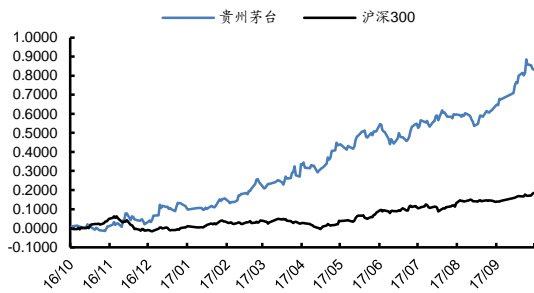
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
证券分析师：陈鹏 S0350517070001  
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

## 受益量价齐升，业绩超出预期

### ——贵州茅台（600519）三季度报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
贵州茅台	11.5	18.4	83.5
沪深300	4.1	7.3	18.5

#### 市场数据

市场数据	2017-10-25
当前价格（元）	565.67
52周价格区间（元）	303.78 - 585.15
总市值（百万）	710593.41
流通市值（百万）	710593.41
总股本（万股）	125619.78
流通股（万股）	125619.78
日均成交额（百万）	1255.17
近一月换手（%）	3.66

#### 相关报告

《贵州茅台（600519）中报点评：控价促进健康增长，业绩确定性强》——2017-07-31

《贵州茅台（600519）2016年年报点评：预收款同比大幅增长，2018年有望提高出厂价》——2017-04-16

《贵州茅台（600519）2016年三季度报点评：营收维持二位数增长，淡季一批价继续上行》——2016-10-30

《贵州茅台（600519）2016年中报点评：系列酒实现较快增长，提防下半年价格回落风险》——2016-08-29

《贵州茅台（600519）\*巨额预收账款为16年提

#### 事件：

公司发布三季度报，2017年前三季度实现营业收入424.50亿元，同比增长59.40%；实现归属于上市公司股东净利润199.84亿元，同比增长60.31%；EPS15.91元；第三季度实现营业收入182.60亿，同比增长115.90%；归属于上市公司股东净利润87.33亿，同比增长138.40%。

#### 投资要点：

■ **业绩超预期：**为了平抑价格过快上涨，公司采取了经销商剩余计划量30%在茅台云商限价销售的措施，同时在旺季加大供货量，三季度补发5-6月份欠经销商计划量，Q3发货量在9500吨左右，同比显著增加。从产品结构上看，系列酒前三季度已经实现销售收入40亿元，提前完成了目标任务。在发货量显著增加和系列酒快速增长的带动下，公司营业收入和净利润高增长，增长幅度超出市场预期。

■ **毛利率小幅下滑：**公司前三季度销售毛利率89.93%，同比下降1.71个百分点，主要是系列酒收入占比提升，拉低了毛利率。Q3税金比率同比微降0.3个百分点至15.8%，消费税税基提高后对利润的影响减弱。公司前三季度期间费用率11.90%，同比下降1.02个百分点，其中销售费用率4.45%，同比上升2.07个百分点，主要是公司酱香系列酒投入加大，管理费用率7%，同比下降3.12个百分点。

■ **系列酒快速增长：**在消费升级的大趋势下，“少喝酒，喝好酒”成为白酒消费的常态，转型大众市场的飞天茅台需求更加健康，增长具备可持续性，公司三季度在加大发货量的背景下，市场批价依然坚挺，经销商货源紧张，再度验证终端需求强劲。系列酒2016年完成销售收入24亿元，2017前三季度已经实现销售收入40亿元，提前完成了全年目标。系列酒的崛起能够弥补茅台酒短缺，茅台酱香酒公司将继续通过“建网络、抓陈列、搞品鉴”，促进营销模式转变，向着“做大单品实力、做大规模总量”目标持续迈进。

■ **控价促进健康增长：**由于存在供需缺口，经销商逐步形成一致挺价预期，一批价逐步上涨，为了抑制茅台酒价格的非理性上涨，公司出台了“限价令”，对违反规定扰乱价格的经销商进行处罚，同时推行云商平价供货。飞天茅台一批价在中秋前小幅回落至1280后迅

供业绩支撑，关注通胀预期下茅台存在提价可能  
（买入）\*食品饮料行业\*余春生》——  
2016-03-23

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司  
已发行股份的 1%。

速回升至 1350 元，受十一放假及双节节后发货放缓影响，近期批价回  
升至 1400 元。目前终端需求较好，经销商进货意愿再度提高，预计  
年底前批价基本稳定，批价的稳定有利于茅台持续健康的发展。

- **投资建议：**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 19.98 元、26.16 元、  
31.96 元，对应 PE 分别为 28X、22X、18X。公司作为高端酒第一品  
牌，持续受益消费升级，民间消费崛起后增长具备可持续性，业绩  
确定性强，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；食品安全事件；限制三公消费力度加大

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	40155.08	57187.14	74782.88	91308.52
增长率(%)	20.06%	42.42%	30.77%	22.10%
净利润（百万元）	16718.36	25099.03	32859.05	40151.97
增长率(%)	7.84%	50.13%	30.92%	22.19%
摊薄每股收益（元）	13.31	19.98	26.16	31.96
ROE(%)	23.53%	30.28%	33.10%	33.41%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 贵州茅台盈利预测表

证券代码:	600519.SH				股价:	565.67	投资评级:	买入		日期:	2017-10-25
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	23.53%	30.28%	33.10%	33.41%	EPS		13.31	19.98	26.16	31.96	
毛利率	91.51%	90.00%	90.00%	90.00%	BVPS		60.42	71.53	86.51	104.81	
期间费率	14.53%	11.88%	11.89%	11.89%	<b>估值</b>						
销售净利率	41.63%	43.89%	43.94%	43.97%	P/E		42.50	28.31	21.63	17.70	
<b>成长能力</b>					P/B		9.36	7.91	6.54	5.40	
收入增长率	20.06%	42.42%	30.77%	22.10%	P/S		17.70	12.43	9.50	7.78	
利润增长率	7.84%	50.13%	30.92%	22.19%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>		<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
总资产周转率	0.40	0.46	0.50	0.51	营业收入		40155.08	57187.14	74782.88	91308.52	
应收账款周转率	348011.25	10000.00	5666.66	5497.49	营业成本		3410.10	5718.71	7478.29	9130.85	
存货周转率	0.18	0.21	0.19	0.18	营业税金及附加		6508.93	8578.07	11217.43	13696.28	
<b>偿债能力</b>					销售费用		1681.05	2859.36	3739.14	4565.43	
资产负债率	0.33	0.34	0.34	0.33	管理费用		4187.19	4003.10	5234.80	6391.60	
流动比	2.44	2.43	2.53	2.67	财务费用		-33.18	-70.64	-82.26	-100.10	
速动比	1.88	1.69	1.71	1.81	其他费用/(-收入)		934.19	958.42	941.32	924.22	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润		24265.63	35973.46	47070.40	57499.39	
现金及现金等价物	66854.96	74420.29	90105.79	110099.26	营业外净收支		-307.74	-81.45	-81.45	-81.45	
应收款项	817.63	1175.87	1537.67	1877.46	利润总额		23957.88	35892.02	46988.96	57417.95	
存货净额	20622.25	34583.33	45224.17	55217.88	所得税费用		6027.24	8973.00	11747.24	14354.49	
其他流动资产	231.47	231.47	231.47	231.47	净利润		17930.64	26919.01	35241.72	43063.46	
<b>流动资产合计</b>	<b>90180.55</b>	<b>112806.16</b>	<b>140067.91</b>	<b>170933.62</b>	少数股东损益		1212.28	1819.98	2382.67	2911.50	
固定资产	14453.18	16379.80	17081.94	17805.18	归属于母公司净利润		16718.36	25099.03	32859.05	40151.97	
在建工程	2745.58	1500.00	1500.00	1500.00	<b>现金流量表 (百万元)</b>		<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
无形资产及其他	3531.74	3498.28	3461.82	3422.37	经营活动现金流		41444.17	22145.18	33724.20	41660.80	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润		17930.64	26919.01	35241.72	43063.46	
<b>资产总计</b>	<b>112934.54</b>	<b>136206.73</b>	<b>164132.17</b>	<b>195678.65</b>	少数股东权益		3004.41	4824.38	7207.06	10118.55	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	折旧摊销		934.19	958.42	941.32	924.22	
应付款项	1040.61	1745.09	2282.03	2786.32	公允价值变动		0.00	0.00	0.00	0.00	
预收帐款	17541.08	24981.25	32667.66	39886.61	营运资金变动		17474.17	-5748.06	-2463.02	-2313.22	
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流		-3156.86	-1691.45	-1691.45	-1691.45	
<b>流动负债合计</b>	<b>37020.43</b>	<b>46332.64</b>	<b>55445.88</b>	<b>64004.89</b>	资本支出		-1730.38	-1550.00	-1550.00	-1550.00	
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资		-30.26	-55.00	-55.00	-55.00	
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	其他		-1076.15	0.00	0.00	0.00	
<b>长期负债合计</b>	<b>15.57</b>	<b>15.57</b>	<b>15.57</b>	<b>15.57</b>	筹资活动现金流		-8288.45	-12888.40	-16347.26	-19975.88	
<b>负债合计</b>	<b>37036.00</b>	<b>46348.21</b>	<b>55461.45</b>	<b>64020.46</b>	债务融资		0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	权益融资		0.00	0.00	0.00	0.00	
股东权益	75898.55	89858.52	108670.72	131658.19	其它		1.79	11.24	0.00	0.00	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>112934.54</b>	<b>136206.73</b>	<b>164132.17</b>	<b>195678.65</b>	现金净增加额		29998.86	7565.33	15685.50	19993.47	

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。