

业绩超预期，茅台引领行业持续高增速

——贵州茅台（600519）事件点评

2018年01月31日

强烈推荐/维持

贵州茅台 事件点评

事件：公司发布2017年业绩预告。

主要观点

2017年业绩预告超预期，营收净利增速双双破50%。公司预计全年实现营业总收入600亿元以上，同比增长约50%，实现归母净利润较去年同期增加约97亿元，达到264亿元，同比增长58%。扣非后净利润较去年同期增加约96亿元左右，同比增长57%。

基酒产量充足，产品结构持续优化，2018高增长可持续。2017年公司生产茅台酒基酒约4.27万吨，同比增长9%，报表端销量约3万吨，对应收入超500亿元，同比增长34%；2018年公司茅台酒计划销售2.8万吨以上，目前基酒储备充足。由于今年春节（2月16日）较去年（1月28日）时间稍晚，春节备货效应将更大程度的体现在一季度。同时为缓解市场供不应求的局面，茅台实行放量稳价的政策，一季度茅台销量有望显著增长。同时因产品结构持续优化，茅台生肖酒、年份酒销量占比逐年提升，叠加自今年初起产品价格平均上调产生的增量，进一步为公司贡献业绩。因此我们认为公司2018高速增长可持续。

严控价格体系，批价管控工作是2018年重点。今年年初产品提价后，为控制批价终端价大幅上涨的风险，茅台加大年前发货力度，预计春节前将投放不少于7000吨茅台酒，6000吨系列酒，加强对经销商的监管，严处捂售惜售，全力把茅台酒市场终端价格控制在1499元/瓶。同时加强线上销售，云商的投放比例从30%增加到40%，未来有望进一步增加到60%。目前云商的投放价格为1499元，此举有助于公司掌握消费者数据同时稳定价盘，促进公司良性发展。2018年戊戌狗年茅台生肖酒已于1月29日首发，首发价格为1699元。我们认为茅台酒价无泡沫，股价无泡沫。

盈利预测：上调2017年至-2019年EPS分别为21.76/32.86/38.98元，如果茅台“提价+控价”两个动作可以到位，可以再1500元价位实现放量，并且高端定价权掌控在手中，这样的模式是对“量价”的垄断，应该给予更高的估值，给予2018年29倍估值，市值增长空间27%，目标价969元，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：产品价格泡沫化，需求下滑，国家政策风险，食品安全风险。

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

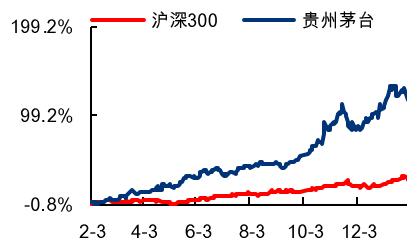
执业证书编号：

S1480517120001

交易数据

| | |
|--------------|---------------|
| 52周股价区间(元) | 742.08-344.42 |
| 总市值(亿元) | 9321.99 |
| 流通市值(亿元) | 9321.99 |
| 总股本/流通A股(万股) | 125620/125620 |
| 流通B股/H股(万股) | / |
| 52周日均换手率 | 0.3 |

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《贵州茅台（600519）季报点评：不断超预期》2017-10-26
- 《贵州茅台（600519）：业绩超预期，分红很土豪》2017-04-17
- 《贵州茅台（600519）：预收账款大幅增长，创历史新高》2016-03-24
- 《贵州茅台（600519）：应收票据大幅增长属良性》2015-10-26

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | 单位: 百万元 | | | | | 利润表 | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
|----------------|---------|---------|--------|---------|---------|-----------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产合计 | 65005 | 90181 | 121295 | 165098 | 216605 | 营业收入 | 33447 | 40155 | 63279 | 88241 | 106650 | | | | | | |
| 货币资金 | 36801 | 66855 | 82942 | 118918 | 167169 | 营业成本 | 2538 | 3410 | 5227 | 6390 | 6936 | | | | | | |
| 应收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 3449 | 6509 | 12656 | 17472 | 20905 | | | | | | |
| 其他应收款 | 48 | 77 | 122 | 170 | 205 | 营业费用 | 1485 | 1681 | 2721 | 3984 | 4767 | | | | | | |
| 预付款项 | 1478 | 1046 | -261 | -1858 | -3592 | 管理费用 | 3813 | 4187 | 6961 | 9512 | 11267 | | | | | | |
| 存货 | 18013 | 20622 | 32939 | 40264 | 43705 | 财务费用 | -67 | -33 | -40 | -45 | -50 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 0 | 231 | 231 | 231 | 231 | 资产减值损失 | -0.54 | 12.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 非流动资产合计 | 21297 | 22754 | 20265 | 17866 | 15467 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 3.87 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 固定资产 | 11416 | 14453 | 15153 | 13107 | 11061 | 营业利润 | 22159 | 24266 | 35754 | 50928 | 62824 | | | | | | |
| 无形资产 | 3582 | 3532 | 3179 | 2825 | 2472 | 营业外收入 | 4.82 | 8.55 | 9.00 | 9.00 | 9.00 | | | | | | |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 162.10 | 316.30 | 1700.00 | 300.00 | 3000.00 | | | | | | |
| 资产总计 | 86301 | 112935 | 141480 | 182884 | 231992 | 利润总额 | 22002 | 23958 | 34063 | 50637 | 59833 | | | | | | |
| 流动负债合计 | 20052 | 37020 | 40663 | 60426 | 84054 | 所得税 | 5547 | 6027 | 5723 | 8355 | 9873 | | | | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 16455 | 17931 | 28340 | 42282 | 49961 | | | | | | |
| 应付账款 | 881 | 1041 | 1575 | 1926 | 2090 | 少数股东损益 | 952 | 1212 | 1000 | 1000 | 1000 | | | | | | |
| 预收款项 | 8262 | 17541 | 31462 | 50875 | 74338 | 归属母公司净利润 | 15503 | 16718 | 27340 | 41282 | 48961 | | | | | | |
| 一年内到期的非 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 26436 | 28607 | 38113 | 53282 | 65173 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 16 | 16 | 0 | 0 | 0 | BPS (元) | 12.34 | 13.31 | 21.76 | 32.86 | 38.98 | | | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | | |
| 负债合计 | 20067 | 37036 | 40663 | 60426 | 84054 | 成长能力 | | | | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 2308 | 3004 | 4004 | 5004 | 6004 | 营业收入增长 | 3.82% | 20.06% | 57.59% | 39.45% | 20.86% | | | | | | |
| 实收资本 (或股 | 1256 | 1256 | 1256 | 1256 | 1256 | 营业利润增长 | 0.25% | 9.51% | 47.34% | 42.44% | 23.36% | | | | | | |
| 资本公积 | 1375 | 1375 | 1375 | 1375 | 1375 | 归属于母公司净利 | 63.53% | 7.84% | 63.53% | 50.99% | 18.60% | | | | | | |
| 未分配利润 | 54879 | 62718 | 64632 | 67521 | 70949 | 获利能力 | | | | | | | | | | | |
| 归属母公司股东 | 63926 | 72894 | 86155 | 106796 | 131276 | 毛利率 (%) | 0.00% | 0.00% | 91.74% | 92.76% | 93.50% | | | | | | |
| 负债和所有者权 | 86301 | 112935 | 130749 | 172153 | 221261 | 净利率 (%) | 49.20% | 44.65% | 44.79% | 47.92% | 46.85% | | | | | | |
| 现金流量表 | 单位: 百万元 | | | | | 总资产净利润 (%) | 17.96% | 14.80% | 19.32% | 22.57% | 21.10% | | | | | | |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | ROE (%) | 24.25% | 22.94% | 31.73% | 38.66% | 37.30% | | | | | | |
| 经营活动现金流 | 17436 | 37451 | 29717 | 56572 | 72682 | 偿债能力 | | | | | | | | | | | |
| 净利润 | 16455 | 17931 | 28340 | 42282 | 49961 | 资产负债率 (%) | 23% | 33% | 31% | 35% | 38% | | | | | | |
| 折旧摊销 | 4343.92 | 4374.47 | 0.00 | 2398.96 | 2398.96 | 流动比率 | | | | 2.73 | 2.58 | | | | | | |
| 财务费用 | -67 | -33 | -40 | -45 | -50 | 速动比率 | | | | 2.07 | 2.06 | | | | | | |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 13921 | 19413 | 23463 | 总资产周转率 | 0.44 | 0.40 | 0.52 | 0.58 | 0.54 | | | | | | |
| 投资活动现金流 | -2049 | -1103 | 50 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 14744 | 348011 | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | | | | | | |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 42.11 | 41.79 | 48.38 | 50.41 | 53.11 | | | | | | |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 29 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | | | | | | | | |
| 投资收益 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 (最新摊 | 12.34 | 13.31 | 21.76 | 32.86 | 38.98 | | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -5588 | -8335 | -13680 | -20596 | -24430 | 每股净现金流 (最新 | 7.80 | 22.30 | 12.81 | 28.64 | 38.41 | | | | | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 (最新摊 | 50.89 | 58.03 | 68.58 | 85.02 | 104.50 | | | | | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | | | | | |
| 普通股增加 | 114 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 60.14 | 55.75 | 34.10 | 22.58 | 19.04 | | | | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 14.58 | 12.79 | 10.82 | 8.73 | 7.10 | | | | | | |
| 现金净增加额 | 9800 | 28014 | 16087 | 35976 | 48251 | EV/EBITDA | 33.87 | 30.25 | 22.28 | 15.26 | 11.74 | | | | | | |

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。