评级：增持

食品饮料行业证券研究报告
2018 年 03 月 28 日

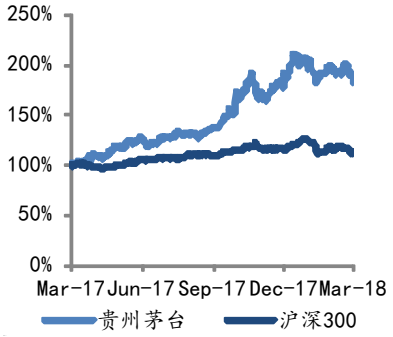
价量齐升，业绩超预期
—贵州茅台 2017 年年报点评

张炬华	首创证券研发部
执业证书	S0110510120002
电话	010-56511911
邮件	zhangjh@sczq.com.cn

市场数据	2018/3/28
食品饮料(申万)	10,449.270
沪深300	3,842.716
上证综指	3,122.290
深证成指	10,630.689
中小板指	7,338.635

公司数据	2018/3/28
当前股价	682.050
52周最高/最低价（元）	799.06/376.66
总股本（百万股）	1,256
流通股本（百万股）	1,256
总市值（百万元）	856,790
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司
主要股东持股比例%	61.99

一年内股价与沪深300对比走势



投资要点

- 近日公司公告了 2017 年年报：17 年公司实现营业总收入 610.63 亿元，同比增长 52.07%，营业利润 389.40 亿元，同比增长 60.47%，归属于上市公司股东的净利润 270.79 亿元，同比增长 61.97%，折合 EPS21.56 元，扣非后 EPS21.67 元，拟每股派现 11.00 元（含税），分红率 51.02%；实现经营活动净现金流 221.53 亿元，同比下降 40.85%；实现加权平均 ROE32.95%，同比提升 8.51 个百分点；17 年公司业绩超出我们的预期。

- 价量齐升，17 年业绩超预期：（1）公司 17 年全年共销售酒类 581.69 亿元，同比增长 42.71%，毛利率 89.83%，同比下降 1.48 个百分点，全年生产茅台酒及系列酒基酒 6.38 万吨。毛利率下降主要是由于系列酒增长强劲，占比提升。（2）销售茅台酒 523.94 亿元，同比增长 42.71%，毛利率 92.82%，同比下降 0.68 个百分点，销量 3.02 万吨，同比增长 31.8%。（3）销售系列酒 57.74 亿元，同比增长 171.53%，毛利率 62.75%，同比提升 9.2 个百分点。系列酒 17 年表现靓丽，收入与毛利率显著提升，主要得益于公司相关的倾斜政策。

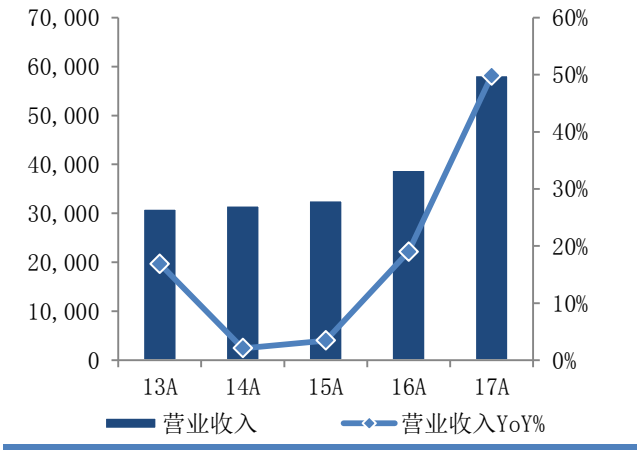
- 预收款项回落，但仍处于历史高位：期末预收款 144.29 亿，较去年同期减少 31.12 亿，我们认为这可能有以下几方面的原因造成：一是直销业务的发展，线上购买方式无需预先打开；二是公司去年改变了打款发货模式，给予下游经销商适当宽松的财务政策；三从蓄水池中确认了部分收入。再考虑到 16 年预收款项较高的基数，即同比增加 93 亿元，17 年预收账款的下降可以接受。

- 产能稳健提升：17 年度，公司共生产茅台酒及系列酒基酒 6.38 万吨，其中茅台酒基酒 4.28 万吨，系列酒基酒 2.1 万吨 。在公司 3.6 万吨茅台酒基酒设计产能中，有 3360 吨设计产能在 17 年 10 月投产，实际产能将在 18 年释放。

- 盈利预测：经过 17 年底茅台提价后，目前茅台价格已趋于平稳，春节后一批价稳定在 1500 元左右，同时茅台酒的新建产能还在稳健增加，生肖酒、年份酒等高端茅台也收到认可，我们认为在 18 年有望通过产品结构调整、适当放量等方式延续增长。我们预测公司 18-19 年 EPS 达 29.2 元、36.8 元，维持“增持”评级，建议投资者关注。

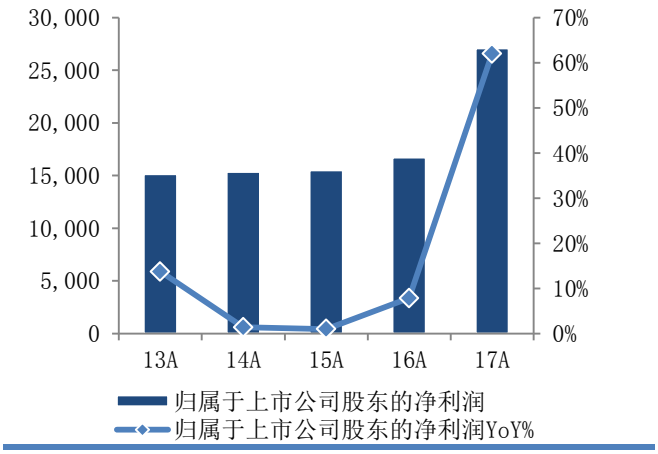
- 风险提示：产品质量和食品安全风险；销量、价格未达预期等。

图 1：营业收入及同比



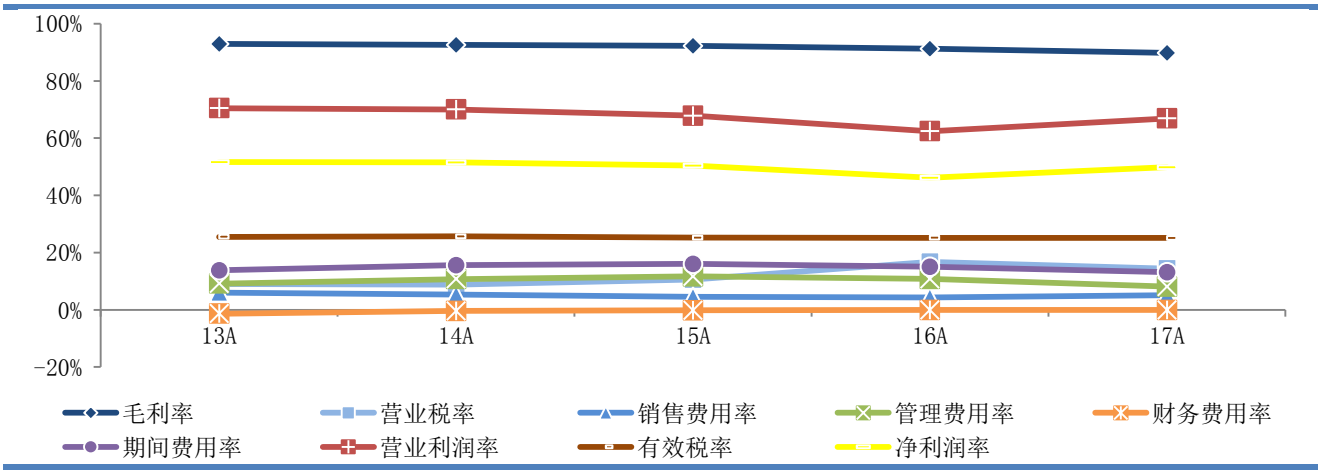
资料来源：公司公告、首创证券研发部

图 2： 归属净利润及同比



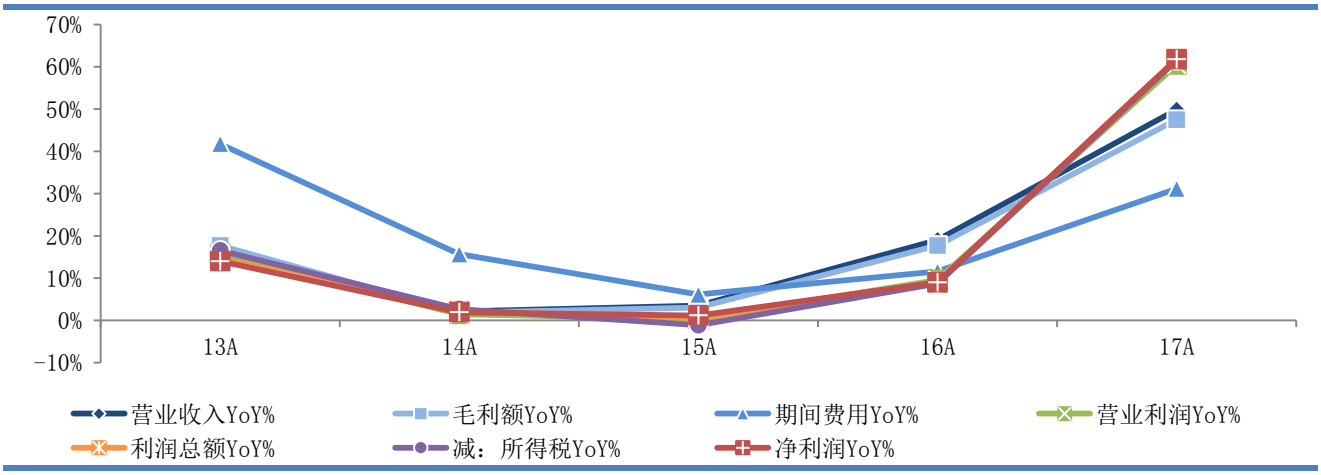
资料来源：公司公告、首创证券研发部

图 3：费用率/利润率/税率



资料来源：公司公告、首创证券研发部

图 4：同比增速



资料来源：公司公告、首创证券研发部

分析师简介

张炬华，食品饮料行业分析师，毕业于中国人民大学财政金融学院，硕士，具有 11 年证券业从业经历。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. **投资建议的比较标准**

   投资评级分为股票评级和行业评级

   以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. **投资建议的评级标准**

   报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅－5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现