



2018-05-01

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

目标价: 830.00

昨收盘: 662.53

日常消费 食品、饮料与烟草

贵州茅台一季报点评：发货滞后影响增速，提价效应未充分显现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	832,269/832,269
12个月最高/最低(元)	788.42/405.48

相关研究报告：

贵州茅台(600519)《贵州茅台2017年报点评：业绩超预期，今年更可期》
--2018/03/28

贵州茅台(600519)《贵州茅台跟踪点评：净利润兑现高增长，坚定基本面信心》
--2018/01/30

贵州茅台(600519)《贵州茅台提价点评：及时提价，提价幅度符合预期，18年目标价810元》--2017/12/28

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：根据一季报，公司报告期内实现营收174.66亿元，同增31.24%；利息收入9.29亿元，同增53.74%；归母净利85.07亿元，同增38.93%；扣非归母净利85.11亿元；每股收益6.77元。报告期内陆股通小幅增持0.19pct至6.06%，证金减持近一半至0.67%。

一、茅台酒发货低于预期，价格回升印证需求，系列酒量价齐升成新亮点

1、普飞发货少、生肖酒发售滞后影响收入增速。一季度茅台酒营收157.65亿元，同增27.49%，低于此前市场的乐观预期。普飞发货量少是核心原因，而生肖酒发售滞后也影响收入增速。根据渠道的反馈，春节前普飞发货量约5500吨、生肖酒并未真正发售；春节假期发货暂歇；节后茅台酒开启淡季发货节奏。经测算，一季度茅台酒真实发货量接近8000吨，同比增长11.5%左右，增幅大于酒厂计划的全年发货增幅。之所以仍低于预期，主要是此前市场乐观预期建立在“春节期间投放不少于7000吨茅台酒以稳定市场价格”的情境下。

2、提价效果未全部显现。普飞提价后价格提升18.32%左右，合理推测生肖酒和其他非标产品的提价幅度都会更大。但因为生肖酒和其他非标产品在一季度的销量占比下降，导致提价效果未能全部显现。经测算，我们判断报告期内茅台酒吨价提升幅度仅16%左右，价格增量略低于预期。

3、节前成功稳价，当前价格回升。酒厂释放普飞放量信号，主要为了稳价以平稳过渡提价。实际效果上看，大部分经销商积极配合酒厂，使得春节期间普飞零售价格回归1499元/瓶的官方指导价，部分经销商限量以1399元或1299元的优惠价格回馈消费者，市场价格体系较好。在此基础上，酒厂没必要大批量投放以免造成二季度或下半年货源紧缺，控制发货节奏属于合理。我们认为，市场不必过分担忧发货节奏放缓，亦或者担忧市场真实需求减弱。直观分析，春节后普飞批价稳步走高，目前中枢回到1550元左右，部分地区达到1600元，充分印证市场需求仍然旺盛，全年计划量顺利完成的难度并不大。

4、预收款下滑受打款新规影响。报告期末，预收款进一步下滑至

131.72 亿元（同比减少 58.16 亿元，环比减少 12.57 亿元），这主要受 2017 年初落地执行的新的渠道打款规定影响，按月配额和经审核通过方能打款的政策，使得发货周期缩短，预收款逐步下滑符合预期。

5、系列酒量价齐升成新亮点。一季度系列酒营收 16.88 亿元，同增 80.51%，完成进度较好。我们认为，系列酒一季度高增长，为全年冲击 80 亿目标打下良好基础，更加坚定市场信心。拆分来看，系列酒营收高增长，既有销量快速提升的原因，也有通过产品结构升级贡献的部分价格增量。系列酒量价齐升成为新亮点，也是未来茅台酒厂新的业绩引擎。

二、毛利率提升，费用率下降，经营性财务指标验证公司健康发展

1、毛利率提升幅度小的真实原因。报告期内公司销售毛利率为 91.31%，同比提升 0.15pct，提价效果并未完全反映到毛利率上。原因一，生肖酒和其他非标茅台酒的发售相对滞后，导致茅台酒吨价的提价幅度小于普飞的提价幅度；原因二，系列酒高增长，销售占比提升，进而拉低总体毛利率。我们认为，系列酒高增长还会延续，对毛利率产生持续影响；但系列酒自身也在进行产品升级，毛利率有望逐步提升。同时，伴随生肖酒和其他非标产品补发，茅台酒的销售结构将会回归正常，提价效果将全部显现，短期可期待毛利率环比改善。

2、三费改善，管理能力提升。报告期内销售费用率 5.14%，同比下降 0.99pct；管理费用率 6.55%，同比下降 1.52pct。伴随市场基础越做越扎实，规模效应也得到更好体现。现金充沛也确保公司财务更加健康。直观分析，公司管理费用的销售占比环比持续改善，既体现规模经济，也印证管理能力提升。受益于提价和三费改善，报告期内公司销售净利率达到 52.28%，同比提升 3.10pct。

3、经营现金流净额为什么下降？报告期内经营活动产生的现金流量净额 49.36 亿元，同比下降 19.21%，主要系报告期内支付的各项税费增加，其中就包含利润提升导致的税费增加。同时，报告期内公司缴纳了期初的应交税费。

三、我们如何看未来的茅台

1、我们对未来销量的判断。价格回升和低库存证明需求端没问题，供给角度，因为一季度量增 11.5%超出了全年计划的增幅，据此预测二季度发货放缓，同比可能与去年持平，约 6000 吨，折合今年上半年总发货量 14000 吨，同比提升约 7.5%。三季度进入旺季后发货加快，

总发货量有望超过 9000 吨，但是因为前值基数较大，增速相应回落。而今年春节不存在明显推后，受益于春节备货，四季度的发货量有望超过 7500 吨，则全年发货量实现小个位数，一季度和四季度较快增长，二季度和三季度持平或略增。2019 年仍受产能限制，量增幅度有限，我们判断增幅大约为 5%。2020 年之后，随着新产能释放，叠加工艺提升，每年稳定量增有望达到 10% 以上。同时，伴随市场基础加强、公司资源倾斜和消费者培育，系列酒销量实现快速增长，未来 2-3 年持续高增长值得期待。

2、对未来价格和净利润率的判断。生肖酒和非标酒销售占比提升后，提价效果将完全显现，毛利率和净利润率有望环比提升。因为系列酒对毛利率产生持续影响，预计今年全年的总体毛利率最终做到 92%，但销售净利率提升会更加显著，在一季度基础上有望再提升 1.3pct 至 53.5% 左右。市场认为茅台酒在 2019 年还将进一步提价，我们判断，酒厂直接提价的概率比较小，但很可能通过回收渠道价差的方式提升净利润率。方法一，设立联营公司，回收 50% 的渠道利润；方法二，增加直营模式，切割渠道利润。所以即使未来不再直接提价，公司的净利润率也有望持续提升。

3、对公司定价的判断。我们认为，业绩延续高增长且确定性很强，今年仍能支撑较高估值，2019 年 25 倍左右的估值也较为合理。当然，如果基本面更加悲观或者市场风格更加极端，明年也有可能下滑到 20 倍左右的估值。

4、中长期市值空间的判断。放长看，2020 年对应 550 亿元左右的净利润，保守给 20 倍 PE，合理给 25 倍 PE，完全能够支撑 1.1 万亿到 1.38 万亿的市值。

盈利预测与评级：

提价顺利过渡，总体供需偏紧，全年计划达成难度不大，叠加系列酒高增长，我们认为公司收入和业绩高增长的确定性仍然比较高。预测 2018-2020 年的收入增速分别为 25%、18%、17%，净利润增速分别为 37%、22%、20%，对应 EPS 分别为 29.59、36.01、43.09 元。

考虑龙头高溢价和业绩确定性，对应 2018 年业绩给 28 倍估值，目标价 830 元，“买入”评级。

风险提示：宏观经济不景气；市场价格短期快速上涨导致动销不畅等。

■ 主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	61063	76573	90662	106075
净利润(百万元)	27079	37176	45241	54134
摊薄每股收益(元)	21.56	29.59	36.01	43.09

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。