

全年稳健增长确定性强

——贵州茅台（600519）2018年一季度财报点评

2018年05月02日

强烈推荐/维持

贵州茅台

财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn 010-66554017	
范垄基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn 010-66554025	

事件：

2018年一季度公司实现营业收入174.66亿元，同比增长31.24%，实现归属于母公司所有者的净利润85.07亿元，同比增长38.93%，EPS为6.77元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	8795.12	12622.35	13913.41	11580.49	18993.48	16575.38	18395.26
增长率（%）	14.77%	28.59%	33.24%	32.95%	115.88%	28.92%	31.24%
毛利率（%）	91.13%	90.31%	91.16%	87.74%	90.35%	89.43%	91.31%
期间费用率（%）	14.25%	19.58%	14.62%	13.13%	9.20%	16.47%	12.29%
营业利润率（%）	63.72%	50.01%	66.05%	67.40%	68.53%	65.34%	69.72%
净利润（百万元）	3952.99	4600.45	6544.83	5499.61	9317.03	7644.95	9130.54
增长率（%）	05.07%	06.29%	25.57%	32.04%	135.70%	66.18%	39.51%
每股盈利（季度，元）	2.92	3.39	4.87	4.08	6.95	5.65	6.77
资产负债率（%）	32.21%	32.79%	30.70%	34.32%	30.83%	28.67%	21.77%
净资产收益率（%）	5.55%	6.06%	7.94%	6.96%	10.54%	7.96%	8.68%
总资产收益率（%）	3.76%	4.07%	5.50%	4.57%	7.29%	5.68%	6.79%

观点：

- ▶ **业绩大幅提升，盈利能力有望持续改善。**18Q1公司实现收入和利润增速分别为32%.2和38.9%，符合预期。Q1公司销售毛利率达91.31%，同比提升0.15pct，主要因为公司年初提价的影响；销售费用率为5.14%同比降低1pct，管理费用率由17Q1的8.07%降低到6.55%，促进净利率的提升，从去年49.18%提升到52.28%。公司2018年目标是营收拟实现15%增长，即达到669亿元，目标定的相对保守，伴随公司产品力和品牌力的提升，公司盈利能力有望持续改善，预计公司2018年实现30%的收入增速无忧。
- ▶ **预收账款受政策和季节性因素略微下降，系列酒快速增长，公司基本面无忧。**茅台从2017年开始缩短了打款提货周期，导致2017年公司预收账款144.2亿元，相比2016年报预收款减少31亿元，但是仍然处于高位。17Q1备货打款基数较高，而且18Q1施行严格的按月打款并且春节后打款节奏有所放缓，导致打款节奏预收账款132亿元同比减少58亿元，环比减少12亿元。一季度茅台酒实际发货量约7500吨，较之

前预计的略有下降。公司产品结构持续优化，“向上产品结构升级”，未来生肖酒、年份酒投放力度加大，“向下完善结构”，酱香的消费群体不断扩大，Q1系列酒收入16.88亿元，同比增长80.5%，我们预计2018年公司的系列酒增速不减。

- **保持价格稳定，防患波动风险。**2018年初公司产品提价后，市场上对茅台价格的预期迅速上升。公司为了防止损害消费者的利益，合理控制市场风险，在年初加大了供货力度，保证了价格的稳定。普飞定在1499元以下是公司的立足之本，既能让经销商回归合理利润空间，也会给定制酒、年汾酒等更多价格空间。公司提高云商平台的放量标准，出货量由原定的30%提至40%，未来不排除公司进一步加大云商投放力度。旨在加强对飞天茅台渠道与售价的管控，并对市场中“囤酒”、“炒酒”的投机势力实现遏制，进一步达到稳定价格，放缓风险的作用。目前来看，“提价+控价”，公司2018年核心的两步走的非常扎实。

结论：

如果公司“提价+控价”能够做好，产品可以在1499元实现放量，并且能够牢牢掌握高端白酒标杆的定价权。2018年开始普飞平均提价18%，预计销量增长10%，并且非标酒和系列酒有望持续高增长，预计公司2018年收入30%以上增长，净利润40%增长。目前市场一批价稳定，在1550元左右，库存在低位，需求和供给都较稳定。预计公司2018-2020年归属上市公司的净利润分别为：377亿元、463亿元和587亿元，对应EPS分别为30.05元、36.89元和46.77元。给予公司2018年30倍估值，对应目标价901元。维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：国家政策的风险、食品安全的风险、价格波动的风险

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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	90181	112249	148264	193659	232048	营业收入	38862	58218	77938	98348	120979
货币资金	66855	87869	116907	147522	181468	营业成本	3410	5940	6839	9998	10349
应收账款	0	0	64	81	99	营业税金及附加	6509	8404	10522	13144	16007
其他应收款	77	31	42	53	65	营业费用	1681	2986	3585	4434	5345
预付款项	1046	791	2159	4158	6228	管理费用	4187	4721	5962	7509	9218
存货	20622	22057	24357	35610	36858	财务费用	-33	-56	-699	-236	-99
其他流动资产	231	38	38	38	38	资产减值损失	12.33	-8.05	-6.00	-2.00	-2.00
非流动资产合计	22754	22361	19901	17503	15105	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	0.00	0.00	4.00	4.00	4.00
固定资产	14453	15244	15208	13156	11104	营业利润	24266	38940	51739	63506	80165
无形资产	3532	3459	3113	2767	2421	营业外收入	8.55	12.20	12.00	8.00	6.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	316.30	212.14	150.00	100.00	100.00
资产总计	112935	134610	168164	211162	247153	利润总额	23958	38740	51601	63414	80071
流动负债合计	37020	38575	41851	60697	66331	所得税	6027	9734	12952	16171	20418
短期借款	0	0	10793	25316	26067	净利润	17931	29006	38649	47243	59653
应付账款	1041	992	843	1233	1276	少数股东损益	1212	1927	900	900	900
预收款项	17541	14429	17547	21481	26320	归属母公司净利润	16718	27079	37749	46343	58753
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	28607	43378	53438	65668	82464
非流动负债合计	16	16	90	170	250	EPS (元)	13.31	21.56	30.05	36.89	46.77
长期借款	0	0	90	170	250	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	37036	38590	41941	60867	66581	成长能力					
少数股东权益	3004	4568	5468	6368	7268	营业收入增长	18.99%	49.81%	33.87%	26.19%	23.01%
实收资本(或股本)	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	9.51%	60.47%	32.87%	22.74%	26.23%
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利润	39.40%	61.97%	39.40%	22.77%	26.78%
未分配利润	62718	80011	87561	96830	108580	获利能力					
归属母公司股东权	72894	91452	109733	132904	162281	毛利率(%)	91.23%	89.80%	91.23%	89.83%	91.45%
负债和所有者权	112935	134610	168164	200139	236130	净利率(%)	46.14%	49.82%	49.59%	48.04%	49.31%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	22.94%						
经营活动现金流						偿债能力					
37451	22153	36089	38943	62385	资产负债率(%)	33%	29%	25%	30%	28%	
净利润	17931	29006	38649	47243	59653	流动比率	2.44	2.91	3.54	3.19	3.50
折旧摊销	4374.4	4493.6	0.00	2398.0	2398.0	速动比率	1.88	2.34	2.96	2.60	2.94
财务费用	-33	-56	-699	-236	-99	营运能力					
应收账款减少	0	0	-64	-17	-19	总资产周转率	0.39	0.47	0.51	0.53	0.55
预收帐款增加	0	0	3118	3934	4839	应收账款周转率	336806	-	2433	1358	1342
投资活动现金流	-1103	-1121	280	6	6	应付账款周转率	40.45	57.28	84.94	94.76	96.45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	29	0	0	每股收益(最新摊薄)	13.31	21.56	30.05	36.89	46.77
投资收益	0	0	4	4	4	每股净现金流(最新)	22.30	9.66	23.12	24.37	27.02
筹资活动现金流	-8335	-8899	-7331	-8333	-28446	每股净资产(最新摊)	58.03	72.80	87.35	105.80	129.18
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	90	80	80	P/E	49.78	30.73	22.05	17.96	14.17
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	11.42	9.10	7.58	6.26	5.13
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	26.76	17.16	13.59	10.82	8.21
现金净增加额	28014	12133	29038	30616	33945						

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。

范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

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法律责任。

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。