



2018年08月02日

增持(维持)

当前价: 714.94元

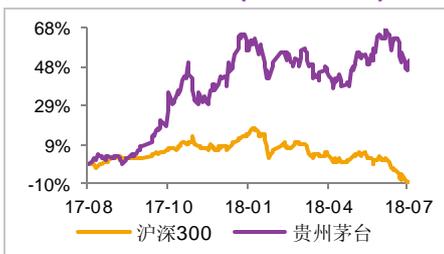
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐鸿飞

电话: 010-66235689
邮箱: xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	611	801	905	1011
(+/-)	52%	31%	13%	12%
归母净利润	271	363	410	458
(+/-)	62%	34%	13%	12%
EPS(元)	21.56	28.87	32.64	36.48
P/E	33.17	24.77	21.90	19.60

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯食品饮料公司点评】贵州茅台: 淡季不淡, 中报业绩略超预期》2017-07-28

《【联讯食品饮料公司点评】贵州茅台: 三季度发货量大增, 业绩超预期》2017-10-27

贵州茅台(600519.SH)

【联讯食品饮料】贵州茅台: 2Q 增长提速, 系列酒收入占比提升

投资要点

◇ 事件

公司发布 2018 年半年报: 上半年, 公司实现营业总收入 352.52 亿元, 同比增长 38.3%, 实现归母净利润 157.64 亿元, 同比增长 40.12%。

◇ 量价共振收入创新高, 2 季度增长提速

2018 年公司提高出厂价, 非标占比提升, 叠加需求增长, 公司上半年实现营业收入 333.97 亿元, 同比增长 38.06%, 毛利率提升至 90.94%。其中, 2Q18 单季实现营业收入 159.31 亿元, 同比增长 46.4%, 相比 2Q17 增加 13.4pct, 相比 1Q18 增加 15.2pct。

◇ 系列酒推广见成效, 收入占比再提升

公司继续推进“133”品牌战略及酱香系列酒“5+5”市场策略。2 季度, 公司明显加快对渠道的投入, 经销商数量单季度增加 208 个, 截至 6 月末, 国内经销商总数 3215 个 (+236 个), 国外 118 个 (+14 个)。新增经销商又以酱香系列酒经销商为主, 推动酱香系列酒品牌影响力增强。上半年, 茅台酒录得收入 293.83 亿元, 系列酒录得收入 39.93 亿元, 分别同比增长 35.86% 和 56.67%。系列酒收入占比已达到 12%, 正成长为推动公司未来收入增长的重要来源。

◇ 销售费用率提升致 2Q 净利率下滑, 预收款环比减少

上半年, 公司销售费用总计 22 亿元, 销售费用率 6.59%, 同比增加 0.9pct; 管理费用总计 24.6 亿元, 费用率 7.37%, 同比下降 1%。其中 2Q 销售费用支出 12.55 亿元, 同比增长 138.1%, 环比增长 32.8%。2Q 净利率 46.21%, 环比下降 3.4pct, 销售费用增加是净利率下滑的主要因素。

受经销商打款周期缩短及预收款确认因素影响, 截至 6 月末, 预收账款总额 99.40 亿元, 较 1 季度末下降 32.32 亿元。

◇ 盈利预测

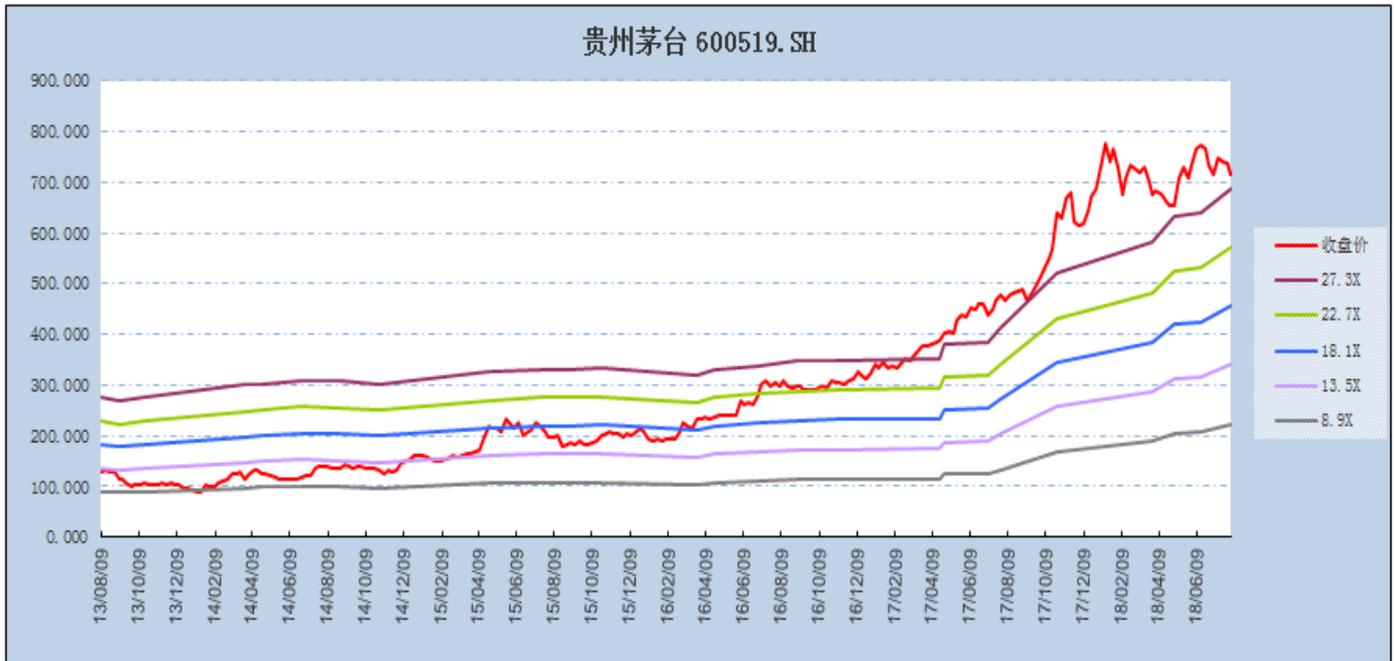
预计 2018、2019 年, 公司将实现营业总收入 801 亿元、905 亿元; 实现归母净利润 363 亿元和 410 亿元; EPS 达到 28.87 元、32.64 元。2018 年净利润对应 8 月 1 日收盘价 PE 为 25x。维持“增持”评级。

◇ 风险提示

宏观经济下行, 消费升级不及预期, 茅台酒销售下滑, 系列酒推广不及预期。

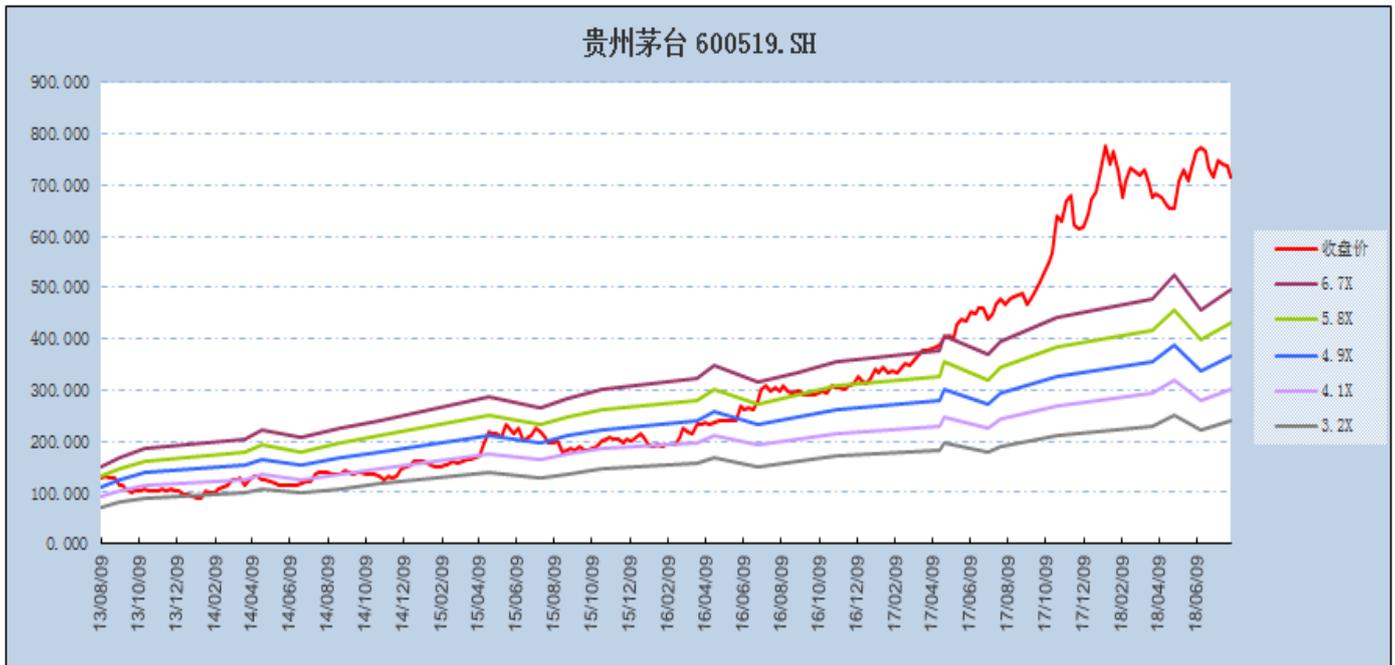


图表1: PE Band



资料来源:Wind, 联讯证券

图表2: PB Band



资料来源:Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	112,249	143,985	174,101	207,552	经营活动现金流	22,153	40,468	45,425	50,556
现金	87,869	113,759	140,139	169,450	净利润	27,079	36,262	41,003	45,830
应收账款	1,222	1,603	1,810	2,022	折旧摊销	1,126	1,444	1,386	1,321
其它应收款	31	41	46	52	财务费用	-	-71	-89	-108
预付账款	791	977	1,097	1,231	投资损失	-	-	-	-
存货	22,057	27,240	30,595	34,334	营运资金变动	-8,323	270	206	252
其他	279	366	413	462	其它	2,271	2,562	2,919	3,262
非流动资产	22,361	21,749	20,995	20,107	投资活动现金流	-1,121	-832	-632	-432
长期投资	-	-	-	-	资本支出	-1,125	-832	-632	-432
固定资产	15,244	15,013	14,599	14,014	其他	4	-	-	-
无形资产	3,459	3,113	2,801	2,521					
其他	3,658	3,623	3,594	3,571	筹资活动现金流	-8,899	-13,746	-18,413	-20,813
资产总计	134,610	165,734	195,095	227,659	短期借款	-	-	-	-
流动负债	38,575	44,673	48,616	53,009	长期借款	-	-	-	-
短期借款	-	-	-	-	其他	-8,899	-13,746	-18,413	-20,813
应付账款	992	1,226	1,377	1,545	现金净增加额	12,133	25,890	26,380	29,312
其他	37,583	43,448	47,240	51,464					
非流动负债	16	16	16	16	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	-	-	-	-	成长能力				
其他	16	16	16	16	营业收入	52.1%	31.2%	12.9%	11.8%
负债合计	38,590	44,689	48,632	53,025	营业利润	60.5%	33.7%	13.0%	11.7%
少数股东权益	4,568	7,149	10,067	13,328	归属母公司净利润	62.0%	33.9%	13.1%	11.8%
归属母公司股东权益	91,452	113,897	136,397	161,306	获利能力				
负债和股东权益	134,610	165,734	195,095	227,659	毛利率	90.3%	90.8%	90.9%	90.8%
					净利率	44.3%	45.3%	45.3%	45.3%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	29.6%	31.8%	30.1%	28.4%
营业收入	61,063	80,123	90,451	101,085	ROIC	30.3%	32.2%	30.0%	28.2%
营业成本	5,940	7,339	8,243	9,250	偿债能力				
营业税金及附加	8,404	11,027	12,449	13,913	资产负债率	28.7%	27.0%	24.9%	23.3%
营业费用	2,986	4,006	4,523	5,054	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	4,721	5,609	6,332	7,076	流动比率	2.91	3.22	3.58	3.92
财务费用	-56	-71	-89	-108	速动比率	2.34	2.61	2.95	3.27
资产减值损失	-8	-	-	-	营运能力				
公允价值变动收益	-	-	-	-	总资产周转率	0.45	0.48	0.46	0.44
投资净收益	-	-	-	-	应收账款周转率	-	-	-	-
营业利润	38,940	52,077	58,859	65,765	应付账款周转率	5.84	6.62	6.34	6.33
营业外收入	12	12	12	12	每股指标(元)				
营业外支出	212	212	212	212	每股收益	21.56	28.87	32.64	36.48
利润总额	38,740	51,877	58,659	65,565	每股经营现金	17.63	32.21	36.16	40.25
所得税	9,734	13,034	14,738	16,474	每股净资产	72.80	90.67	108.58	128.41
净利润	29,006	38,843	43,921	49,091	估值比率				
少数股东损益	1,927	2,581	2,918	3,261	P/E	33.2	24.8	21.9	19.6
归属母公司净利润	27,079	36,262	41,003	45,830	P/B	9.8	7.9	6.6	5.6
EPS（元）	21.56	28.87	32.64	36.48	EV/EBITDA	19.5	14.5	12.9	11.6

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华:中国人民大学硕士研究生,现任联讯证券研究院执行院长。2016年加入联讯证券,证书编号:S0300516060001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格,经营证券业务许可证编号:10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入:相对大盘涨幅大于10%;

增持:相对大盘涨幅在5%~10%之间;

持有:相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持:相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

增持:我们预计未来报告期内,行业整体回报高于基准指数5%以上;

中性:我们预计未来报告期内,行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间;

减持:我们预计未来报告期内,行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com