

2018年08月03日

公司研究

评级：买入（维持）

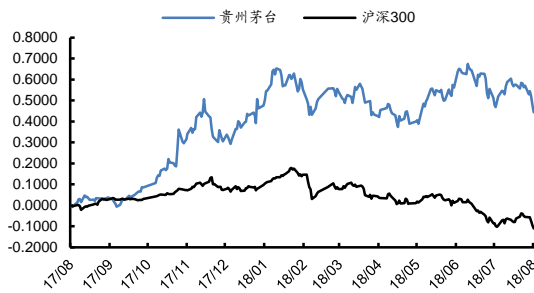
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
证券分析师：陈鹏 S0350517070001  
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

## 二季度收入超预期，系列酒快速增长

### ——贵州茅台（600519）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
贵州茅台	-4.6	3.1	42.6
沪深300	-2.8	-12.6	-11.1

市场数据 2018-08-02

当前价格（元）	695.84
52周价格区间（元）	463.40 - 792.26
总市值（百万）	874112.68
流通市值（百万）	874112.68
总股本（万股）	125619.78
流通股（万股）	125619.78
日均成交额（百万）	2808.59
近一月换手（%）	5.67

相关报告

- 《贵州茅台（600519）动态点评：上半年量价齐升，二季度收入增长超预期》——2018-07-17
- 《贵州茅台（600519）动态点评：系列酒高速增长，价格基本平稳》——2018-05-04
- 《贵州茅台（600519）动态点评：业绩符合预期，系列酒高速增长》——2018-03-28
- 《贵州茅台（600519）动态点评：提价超预期，量价齐升带动业绩增长》——2017-12-28
- 《贵州茅台（600519）三季报点评：受益量价齐升，业绩超出预期》——2017-10-26

合规声明

### 事件：

公司发布半年报，2018上半年实现营业收入333.97亿元，同比增长38.06%，实现归属于上市公司股东净利润157.64亿元，同比增长40.12%，其中Q2实现营业收入159.31亿元，同比增长46.40%，实现归属于上市公司股东净利润72.57亿元，同比增长41.50%。

### 投资要点：

- **二季度收入超预期。**公司上半年净利润同比增长40%，主要是：（1）2017年12月底，公司上调茅台酒产品价格，平均上调幅度18%左右；（2）茅台酒发货量仍有增长，同时系列酒快速增长，量价齐升拉动业绩增长。分季度来看，二季度实现总收入166亿元，同比增长43%，收入增长超预期，主要是公司二季度茅台酒发货量5000吨左右，同时非标产品和生肖酒占比提升，均价提升超预期。
- **毛利率小幅提升。**公司上半年毛利率90.94%，同比上升1.32个百分点，主要是2017年底提价和产品结构提升。从预收账款来看，一季度末公司尚有预收账款131.72亿元，上半年预收账款99.4亿元，同比下降31%，主要是公司仅允许经销商按月打款，从而降低了渠道为了尽早排队到货的提前打款意愿，经销商预付的货款减少。公司为了减少经销商占款、提升发货效率，2017年下半年就改变了传统打款发货方式，预计后续还会持续回落。
- **系列酒快速增长。**分产品看，茅台酒上半年实现收入294亿元，同比增长35.86%，上半年发货量小幅增长，价格提升贡献较大，2017年茅台酒吨酒价格173.5万，预计2018Q2提价贡献22%以上，茅台酒吨酒价格达210万左右。在茅台酒供应有限的情况下，公司积极推动系列酒放量，系列酒上半年实现收入40亿元，同比增长56.65%，上半年茅台酱香酒的销量近1.6万吨，占全年计划的53%，销量和结构提升均超预期，王子酒和汉酱的表现十分抢眼，从新招商的情况和销售增长来看，系列酒的市场拓展比较顺利，营销渠道下沉和大单品发力，全年有望完成80亿元收入目标。
- **一批价总体平稳。**近期茅台一批价基本在1600-1700元，终端烟酒店价格普遍在1700元以上，部分商超仍旧无货，在公司控价的背景下，价格总体平稳。为了吸取2012年因囤货投机导致价格泡沫的教训，公司从2017年开始就已经采取了一系列的控价措施，包

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

括强制限价和旺季大幅放量，最大限度的促进真实消费。我们认为，茅台吸取上一轮白酒调整的教训，变得更加理性，在市场繁荣阶段积极主动的控制价格和发货节奏，防止价格过快上涨，让茅台的增长更加健康和稳定，拉长繁荣周期。

- **投资建议：** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 30.21 元、38.83 元、46.69 元，对应 PE 分别为 23X、18X、15X。公司是高端酒第一品牌，茅台酒量价齐升，系列酒快速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 行业竞争加剧；食品安全事件；需求不达预期

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	58217.86	78185.39	98097.85	117717.42
增长率(%)	49.81%	34.30%	25.47%	20.00%
净利润（百万元）	27079.36	37955.07	48781.22	58646.44
增长率(%)	61.97%	40.16%	28.52%	20.22%
摊薄每股收益（元）	21.56	30.21	38.83	46.69
ROE(%)	31.50%	35.62%	37.28%	36.39%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

表：贵州茅台盈利预测表

证券代码:	600519.SH				股价:	695.84	投资评级:	买入			
								日期: 2018-08-02			
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	31.50%	35.62%	37.28%	36.39%	EPS	21.56	30.21	38.83	46.69		
毛利率	90.27%	91.00%	91.50%	91.70%	BVPS	76.44	93.22	115.12	141.44		
期间费率	12.53%	11.48%	10.88%	10.88%	<b>估值</b>						
销售净利率	44.35%	46.23%	47.46%	47.64%	P/E	32.28	23.03	17.92	14.90		
<b>成长能力</b>					P/B	9.10	7.46	6.04	4.92		
收入增长率	49.81%	34.30%	25.47%	20.00%	P/S	14.31	10.65	8.50	7.10		
利润增长率	61.97%	40.16%	28.52%	20.22%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>		
总资产周转率	0.49	0.56	0.58	0.58	营业收入	58217.86	78185.39	98097.85	117717.42		
应收账款周转率	74.68	67.19	62.58	59.86	营业成本	5940.44	7388.33	8736.84	10218.07		
存货周转率	0.28	0.30	0.29	0.29	营业税金及附加	8404.21	10672.03	13362.23	16004.20		
<b>偿债能力</b>					销售费用	2986.07	3529.98	4111.46	4924.37		
资产负债率	0.29	0.27	0.25	0.24	管理费用	4720.54	5992.75	7195.05	8617.65		
流动比	2.91	3.15	3.44	3.78	财务费用	-55.72	-97.43	-120.27	-149.34		
速动比	2.34	2.52	2.78	3.09	其他费用/(-收入)	1125.83	1123.10	1125.00	1126.90		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业利润	38940.01	54486.80	69381.01	83374.23		
现金及现金等价物	87868.87	107000.41	133533.96	165149.76	营业外净收支	-199.94	-187.80	-187.80	-187.80		
应收款项	1221.71	1642.46	2056.49	2463.09	利润总额	38740.08	54299.00	69193.22	83186.43		
存货净额	22057.48	27433.66	32440.85	37940.79	所得税费用	9733.65	13642.91	17298.30	20796.61		
其他流动资产	37.54	37.54	37.54	37.54	净利润	29006.43	40656.09	51894.91	62389.83		
<b>流动资产合计</b>	<b>112249.19</b>	<b>137381.19</b>	<b>169526.09</b>	<b>207256.05</b>	少数股东损益	1927.06	2701.02	3113.69	3743.39		
固定资产	15244.10	16276.93	17295.45	18316.07	归属于母公司净利润	27079.36	37955.07	48781.22	58646.44		
在建工程	2016.41	2000.00	2000.00	2000.00	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>		
无形资产及其他	3458.62	3425.10	3388.58	3349.05	经营活动现金流	30478.74	40897.90	53096.68	63082.48		
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	29006.43	40656.09	51894.91	62389.83		
<b>资产总计</b>	<b>134610.12</b>	<b>160724.02</b>	<b>193848.92</b>	<b>232556.99</b>	少数股东权益	4568.10	7269.12	10382.82	14126.21		
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	折旧摊销	1125.83	1123.10	1125.00	1126.90		
应付款项	992.06	1233.85	1459.06	1706.42	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00		
预收帐款	14429.11	18475.18	23180.48	27816.58	营运资金变动	537.59	-971.65	9.24	-472.70		
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-635.21	-2292.80	-2292.80	-2292.80		
<b>流动负债合计</b>	<b>38574.92</b>	<b>43603.73</b>	<b>49224.33</b>	<b>54865.79</b>	资本支出	-1096.80	-2050.00	-2050.00	-2050.00		
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	-7.40	-55.00	-55.00	-55.00		
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	660.87	0.00	0.00	0.00		
<b>长期负债合计</b>	<b>15.57</b>	<b>15.57</b>	<b>15.57</b>	<b>15.57</b>	筹资活动现金流	-13577.26	-19473.56	-24270.34	-29173.88		
<b>负债合计</b>	<b>38590.49</b>	<b>43619.30</b>	<b>49239.90</b>	<b>54881.36</b>	债务融资	0.00	0.00	0.00	0.00		
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00		
股东权益	96019.63	117104.72	144609.02	177675.63	其它	3.84	7.40	0.00	0.00		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>134610.12</b>	<b>160724.02</b>	<b>193848.92</b>	<b>232556.99</b>	现金净增加额	16266.27	19131.54	26533.54	31615.81		

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，8年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。