

# 持续稳定增长胜过一切，茅台确定性带动行业投资溢价

2018年08月06日

强烈推荐/维持

贵州茅台

财报点评

## ——贵州茅台（600519）半年报点评

刘畅

分析师

执业证书编号：S1480517120001

liuchang\_yjs@dxzq.net.cn 010-66554017

### 事件：

公司 18H1 实现营业收入 333.97 亿元，同比增速 38.06%；归母净利 157.64 亿元，同比增速 40.12%；

公司 18Q2 实现营业收入 168.56 亿元，同比增速 45.56%；归母净利 72.57 亿元，同比增速 41.53%。

### 公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	12622.35	13913.41	11580.49	18993.48	16575.38	18395.26	16856.21
增长率（%）	28.59%	33.24%	32.95%	115.88%	28.92%	31.24%	46.40%
毛利率（%）	90.31%	91.16%	87.74%	90.35%	89.43%	91.31%	90.54%
期间费用率（%）	19.58%	14.62%	13.13%	9.20%	16.47%	12.29%	15.76%
营业利润率（%）	50.01%	66.05%	67.40%	68.53%	65.34%	69.72%	67.18%
净利润（百万元）	4600.45	6544.83	5499.61	9317.03	7644.95	9130.54	7790.82
增长率（%）	06.29%	25.57%	32.04%	135.70%	66.18%	39.51%	41.66%
每股盈利（季度，元）	3.39	4.87	4.08	6.95	5.65	6.77	5.78
资产负债率（%）	32.79%	30.70%	34.32%	30.83%	28.67%	21.77%	25.72%
净资产收益率（%）	6.06%	7.94%	6.96%	10.54%	7.96%	8.68%	8.07%
总资产收益率（%）	4.07%	5.50%	4.57%	7.29%	5.68%	6.79%	6.00%

### 观点：

- **收入利润均符合预期，预收款下降会成为常态。**公司 18H1 实现营业收入 333.97 亿元，同比增速 38.06%；归母净利 157.64 亿元，同比增速 40.12%。单看 18Q2，公司实现营业收入 168.56 亿元，同比增速 45.56%；归母净利 72.57 亿元，同比增速 41.53%。期末预收款 99.40 亿元，环比下降 32.32 亿元，考虑预收款的变动调整后 H1 收入同增 31.82%。若按照此报表拆分量价，预计 H1 实际发货 1.4 万吨，茅台酒收入 293.83 亿元，同增 35.92%，系列酒收入 39.93 亿元，同增 56.75%。我们认为公司下半年中秋以及年底春节备货留有余力，目前草根调研情况反馈动销依然良好，旺季的价格还会保持稳定，需要量的保证。同时我们可以看到预收账款的下降持续发生，未来将进入常态化。
- **费用率略有上升，产品结构持续优化确保盈利能力提升。**公司 18H1 期间费用率 13.94%，上升 1.65 个百分点，连续两个季度维持在 15% 以下的低水平区间；18H1 毛利率 90.94% 提升 1.32pct 主要系提价带

来, 销售费用率 6.24%, 上升 0.83pct, 与系列酒市场推广投入相关; 管理费用率 6.98%, 下降 0.99pct; 净利率 50.67%, 提升 0.88pct。系列酒 (毛利率 65%左右) 同增 56.7%, 推广提升费用率。报表披露 H1 系列酒销售收入 39.93 亿元, 预计在 1.6 万吨, 占全年计划的 53%; 销售额占全年计划的 57%。其中大单品茅台王子酒和汉酱酒实现销售量接近 9 千吨, 销售额含税超 25 亿元。提价对冲了费用提升的影响, 普飞“向下丰富产品结构, 向上无限升级”的逻辑不改, 未来高端产品还是会弥补系列酒发展所带来的对盈利能力的影响。

- ▶ **淡季不淡, 渠道多样化力保旺季公司对酒价的绝对掌控力。** 茅台未来会始终依赖现有的经销体系, 这是始终不会动摇的, 但是多样化的渠道会有效的降低行业波动所带来的价格波动, 此次报表看直销比例下降 (直营店价格高于批发 55%) 对吨酒价略有影响, 虽然目前直销比例低, 云商平台 40%也只是经销商上货并且旺季使用的手段, 但是未来直销比例还是会有所提升, 进而对均价的提升有很大潜力。茅台上半年国内经销商数量增加了 236 家, 增加的经销商多为系列酒经销商, 经销商的扩容也为公司在旺季对于价格的掌控提供了更多的空间。
- ▶ **放眼未来, 茅台的确定性愈发突出, 量价显现缓慢提升。** 经过持续四个季度的数据确认, 茅台维持稳定的高速增长。虽然茅台三季度有高基数的原因, 但是草根调研与实际报表的差距以及经销商中秋旺季备货的信心仍然可以对下半年的茅台有所期待。并且四季度还有年份茅台的预期以及明年提价的预期, 我们持续看好茅台的稳定增长, 以及茅台带动下的白酒版块。

## 结论:

着眼未来四个季度, 公司仍是把握“提价+控价”两条主线, 确保普飞在 1499 元持续放量, 并且能够牢牢掌握高端白酒标杆的定价权。预计公司 2018 年收入 35%以上增长, 净利润 40%增长。目前市场一批价虽高但有价无市, 需求和供给都较稳定。预计公司 2018-2020 年公司实现收入 826.35/992.87/1286.73 亿, 同比增长 35.33%/20.15%/29.6%, 实现归属上市公司的净利润 380.10/480.21/629.86 亿元, 同比增长 40.37%/26.34%/31.16%, 对应 EPS 分别为 30.26/38.23/50.14 元。六个月目标价 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
<b>流动资产合计</b>	90181	112249	148634	192469	248465	<b>营业收入</b>	40155	61063	82635	99287	128673
货币资金	66855	87869	112681	150387	195183	<b>营业成本</b>	3410	5940	6991	8309	10650
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	6509	8404	15701	17355	22717
其他应收款	77	31	42	51	66	营业费用	1681	2986	4297	5008	6425
预付款项	1046	791	232	-433	-1285	管理费用	4187	4721	7437	8489	10782
存货	20622	22057	28730	34146	43767	财务费用	-33	-56	-60	-65	-70
其他流动资产	231	38	38	38	38	资产减值损失	12.33	-8.05	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	22754	22361	19957	17617	15280	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	0.00	0.00	0.00
固定资产	14453	15244	15208	13156	11104	<b>营业利润</b>	24266	38940	48269	60191	78169
无形资产	3532	3459	3113	2767	2421	营业外收入	8.55	12.20	20.00	15.00	9.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	316.30	212.14	200.00	300.00	350.00
<b>资产总计</b>	112935	134610	168511	210006	263664	<b>利润总额</b>	23958	38740	48089	59906	77828
<b>流动负债合计</b>	37020	38575	37336	48018	61885	所得税	6027	9734	8079	9884	12842
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	17931	29006	40010	50021	64986
应付账款	1041	992	1532	1821	2334	少数股东损益	1212	1927	2000	2000	2000
预收款项	17541	14429	22693	32621	45489	归属母公司净利润	16718	27079	38010	48021	62986
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	28607	43378	50607	62524	80497
<b>非流动负债合计</b>	16	16	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	13.31	21.56	30.26	38.23	50.14
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	37036	38590	37336	48018	61885	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	3004	4568	6568	8568	10568	营业收入增长	20.06%	52.07%	35.33%	20.15%	29.60%
实收资本(或股本)	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	9.51%	60.47%	23.96%	24.70%	29.87%
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利润	40.37%	61.97%	40.37%	26.34%	31.16%
未分配利润	62718	80011	89514	101519	117266	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	72894	91452	113664	142477	180269	毛利率(%)	0.00%	0.00%	91.54%	91.63%	91.72%
<b>负债和所有者权</b>	112935	134610	157495	198989	252648	净利率(%)	44.65%	47.50%	48.42%	50.38%	50.51%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	14.80%	20.12%	22.56%	22.87%	23.89%
单位:百万元						ROE(%)	22.94%	29.61%	33.44%	33.70%	34.94%
<b>经营活动现金流</b>	37451	22153	39845	56849	69921	<b>偿债能力</b>					
净利润	17931	29006	40010	50021	64986	资产负债率(%)	33%	29%	24%	24%	24%
折旧摊销	4374.4	4493.6	0.00	2398.0	2398.0	流动比率	2.44	2.91	3.98	4.01	4.01
财务费用	-33	-56	-60	-65	-70	速动比率	1.88	2.34	3.21	3.30	3.31
应收账款减少	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	8263	9929	12867	总资产周转率	0.40	0.49	0.57	0.56	0.57
<b>投资活动现金流</b>	-1103	-1121	150	0	0	应收账款周转率	348011	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	41.79	60.08	65.47	59.22	61.93
长期股权投资减少	0	0	29	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	13.31	21.56	30.26	38.23	50.14
<b>筹资活动现金流</b>	-8335	-8899	-15183	-19143	-25125	每股净现金流(最新)	22.30	9.66	19.75	30.02	35.66
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	58.03	72.80	90.48	113.42	143.50
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	51.01	31.49	22.44	17.76	13.54
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	11.70	9.33	7.50	5.99	4.73
<b>现金净增加额</b>	28014	12133	24812	37706	44796	EV/EBITDA	27.48	17.64	14.63	11.24	8.17

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。

## 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。