

证券研究报告—动态报告

食品饮料

贵州茅台(600519)

买入

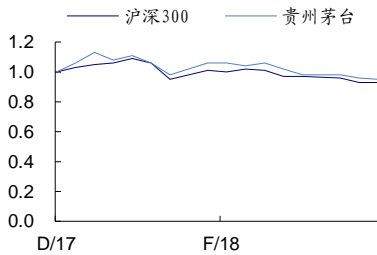
饮料

2018年三季报点评

(维持评级)

2018年10月30日

一年该股与沪深300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
上证综指/深圳成指	3,082/10,324
12个月最高/最低(元)	799.06/392.08

相关研究报告:

《贵州茅台-600519-2017 年年报点评: 业绩超预期, 量价稳健, 渠道强化》——2018-03-28
 《贵州茅台-600519-2017 年三季报点评: 无敌是多么寂寞, Q3 营收创历史新高》——2017-10-26
 《贵州茅台-600519-2016 年年报点评: 茅台迎来最佳机遇期》——2017-04-17

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

联系人: 郭尉

电话: 15210587234
 E-MAIL: guoweil1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

高基数影响业绩, 预收款环增

● 业绩低于预期, 预收款环增

公司 2018 前三季度实现营收 549.69 亿元, 同增 23.56%, 归母净利润 247.34 亿元, 同增 23.77%。其中 Q3 实现收入 197.18 亿元, 同增 3.81%, 归母净利润 89.69 亿元, 同增 2.71%, 业绩低于此前预期。期末预收账款 111.7 亿环比 H1 末增加 12.3 亿, 止住连续 5 个季度环比下降趋势, 主因公司调整打款政策增大提前量, 同时部分经销商管控发货减少, 且去年同期发货基数高, 影响 Q3 业绩增速。前三季度毛利率 91.12% 同比小幅提升 1.2pct, 在提价及系列酒高增长的综合影响下毛利率变动平稳。销售、管理费用率分别为 5.18% 和 6.7%, 分别同比 +0.7pct 和 -0.3pct, 因推进 133 及系列酒 5+5 品牌策略阶段市场投入提升。Q3 营业税金率 16.31% 同增 0.5pct, 收入确认低于实际生产影响。H1 销售收现 576.2 亿同增 17.8%, 单 Q3 销售收现 230 亿元同增 10.9%, 较收入增速略高。

● 基数高发销量降低, 批价保持稳定

前三季度茅台酒收入 462.65 亿元同增 20.47%, Q3 茅台酒 168.82 亿元同增 0.6% 环比明显放缓, 依照平均提价 18% 计算, Q3 发货量约 7800 吨较去年同期下降近 15%, 考虑预收款变动实际出货量降幅约 10%, 一方面受去年发货基数高影响, 此外发货量调整以维持价格及长期供需稳定。随着年份酒、生肖酒等非标销售延展, 均价提升幅度仍有空间, 近期非标茅台发货加大, 价格回调后趋稳。目前一批价稳定在 1700-1750 之间。18 前三季度系列酒收入 59.3 亿元同增 47.5%, Q3 收入 19.4 亿同增 32%, 系列酒含税销售目标 80 亿, 目前完成进度近 80% 实现概率高。

● 直销渠道占比仍低, 多渠道规范发展

前三季度直销渠道收入 38.7 亿元同减 3.3% 增速放缓, 占比营收约 7% 仍偏低, 随着未来继续强化云商 2.0 战略, 直销比例提升将抬升均价; 海外收入 17.4 亿元同增 21.7%, 稳步拓展海外区域。公司通过不断强化稳定渠道价格、规范管理的措施, 渠道管理日趋规范, 有助于市场长期稳定增长。

盈利预测与估值。公司茅台酒发货量因基数及渠道管控下降明显, 预收款在政策调整后再度环比提升, 短期增速放缓, 长周期看供需偏紧、价格空间较大、渠道动力足仍可支撑公司发展。下调 2018-20 年 EPS 为 26.65/29.52/32.47 元, 分别对应 23/21/19 倍 PE, 维持“买入”评级。

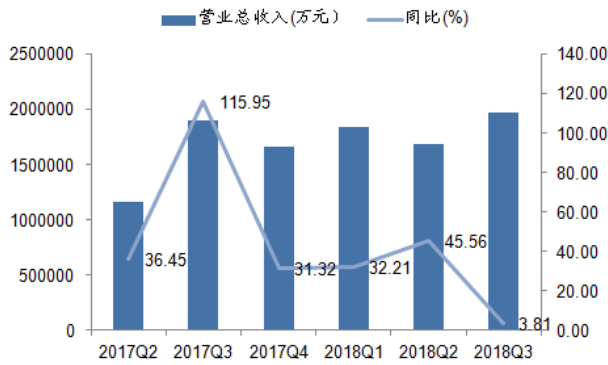
盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	40155	61062	75316	82718	89987
(+/-%)	20.06%	52.07%	23.34%	9.83%	8.79%
净利润(百万元)	16718	27079	33484	37084	40784
(+/-%)	7.84%	61.97%	23.65%	10.75%	9.98%
摊薄每股收益(元)	13.31	21.56	26.65	29.52	32.47
EBIT Margin	61.6%	66.4%	62.4%	62.8%	63.4%
净资产收益率(ROE)	22.9%	29.6%	31.0%	29.4%	27.9%
市盈率(PE)	45.8	28.3	22.9	20.7	18.8
EV/EBITDA	28.4	17.4	14.2	12.6	11.1
市净率(PB)	10.5	8.4	7.1	6.1	5.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

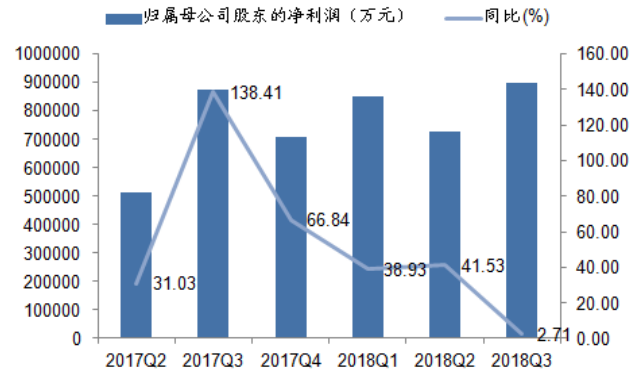
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 贵州茅台分季度营业收入及同比增速



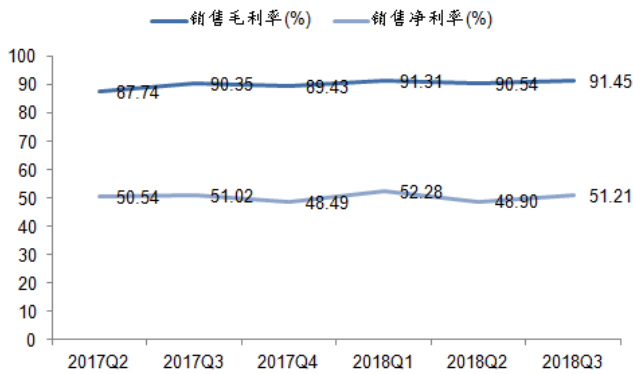
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 贵州茅台分季度归母净利润及同比增速



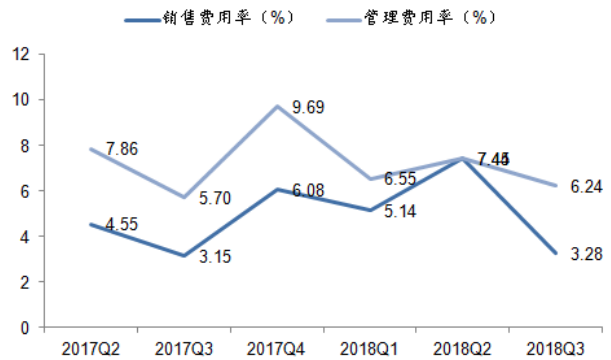
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 贵州茅台分季度毛利率及净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 贵州茅台分季度费用率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 估值与可比公司比较

公司名称	当前股价 2018/10/26	市值 (亿元)	投资评级	PE			EPS		
				17	18E	19E	17	18E	19E
贵州茅台	610.00	7662	买入	28.3	22.9	20.7	21.6	26.7	29.5
五粮液	54.30	2108	买入	21.8	16.2	12.4	2.49	3.35	4.38
泸州老窖	38.36	562	买入	22.0	15.7	12.5	1.75	2.45	3.07
可比公司平均				21.9	16.0	12.5			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测并整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	79861	102963	122357	149881	营业收入	61062	75316	82718	89987
应收款项	1222	1347	1467	1584	营业成本	5940	7276	7770	8190
存货净额	22057	30220	25607	33234	营业税金及附加	8404	10267	11246	12193
其他流动资产	860	1602	1025	1744	销售费用	2986	4327	4820	5225
流动资产合计	104000	136132	150456	186443	管理费用	4721	5500	5864	6096
固定资产	15244	16120	14980	13839	财务费用	(60)	(100)	(100)	(100)
无形资产及其他	3459	3265	3071	2877	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(8)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	2710	0	0	0
资产总计	124959	155668	168568	203221	营业利润	38940	48022	53163	58449
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(200)	(200)	(200)	(200)
应付款项	992	1498	1161	1641	利润总额	38740	47822	52963	58249
其他流动负债	27932	39345	31772	43058	所得税费用	9734	11955	13241	14562
流动负债合计	28924	40843	32933	44700	少数股东损益	1927	2383	2639	2902
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	27079	33484	37084	40784
其他长期负债	16	16	16	16					
长期负债合计	16	16	16	16					
负债合计	28939	40859	32949	44715					
少数股东权益	4568	6951	9590	12492	现金流量表 (百万元)				
股东权益	96020	114809	135619	158506	净利润	27079	33484	37084	40784
负债和股东权益总计	124959	155668	168568	203221	资产减值准备	(8)	0	0	0
					折旧摊销	1126	1423	1423	1334
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(60)	(100)	(100)	(100)
					营运资本变动	(6883)	11051	(7453)	10930
					其它	903	(7587)	4968	(7537)
					经营活动现金流	22157	38271	35922	45412
					资本开支	(1125)	0	0	0
					其它投资现金流	4	(150)	(150)	(150)
					投资活动现金流	(1121)	(150)	(150)	(150)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(8905)	(15020)	(16378)	(17737)
					其它融资现金流	6	0	0	(0)
					融资活动现金流	(8899)	(15020)	(16378)	(17737)
					现金净变动	12137	23102	19394	27525
					货币资金的期初余额	62795	79861	102963	122357
					货币资金的期末余额	79861	102963	122357	149881
					企业自由现金流	25803	38634	36486	46110
					权益自由现金流	25848	40177	38387	48407

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	21.56	26.65	29.52	32.47
每股红利	11.00	13.59	15.06	16.56
每股净资产	72.80	85.86	100.33	116.23
ROIC	217%	207%	303%	297%
ROE	30%	31%	29%	28%
毛利率	90%	90%	90%	91%
EBIT Margin	66%	62%	63%	63%
EBITDA Margin	68%	64%	65%	65%
收入增长	52%	23%	10%	9%
净利润增长率	50%	49%	49%	50%
资产负债率	23%	26%	20%	22%
息率	1.8%	2.2%	2.5%	2.7%
P/E	28.3	22.9	20.7	18.8
P/B	8.4	7.1	6.1	5.2
EV/EBITDA	17.4	14.2	12.6	11.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032