

# 贵州茅台 (600519)

## 三季度发货量下滑，长期坚持看好

**事件：**贵州茅台发布 2018 年第 3 季度报告，2018 年 1-9 月公司实现营业收入 522.42 亿元，同增 23.07%；归母净利润 247.34 亿元，同增 23.77%；EPS 19.69 元。

### 点评：

#### 1. 整体业绩略低预期，系列酒增速强劲

为满足中秋国庆双节供应，三季度发货较上季有所增加。虽然双节期间发货量加大，但去年业绩基数太高，总体业绩增速仍低于预期，业绩增速进入新常态，但长期业绩增量仍值得看好。从单品看，茅台酒前 3 季度实现营收 462.65 亿元，同增 20.47%；系列酒前 3 季度实现营收 59.34 亿元，同增 47.65%，系列酒增速较为强劲。

#### 2. 打款政策转型，推动健康发展

2018Q3 预收账款期末余额达 111.68 亿元，较年初减少 32.62 亿元，主要系公司打款政策变化，经销商改为按月打款所致，发货速度亦因此加快。伴随消费升级背景下茅台酒真实需求回归，渠道有利润利于公司健康持续发展。由于生产工艺等方面原因，茅台可投放量偏紧，18 年计划发货量 2.8 万吨以上。

#### 3. 短期业绩承压，长期仍有机会

参考公司历史基酒量，我们预测明年可投放量有限。此外受到宏观经济及政策面影响，今年出厂价提升概率低。短期看，我们预计公司业绩承压，半年内投资价值有限。中长期看，随着高端白酒周期性弱化，消费属性明显加强。茅台消费人群存量稳健，价格上升显示较强消费韧性，以及产品结构的提升，1-2 年看仍有较大机会。

**4. 投资建议：**由于公司短期业绩承压，将 18-20 年收入由 790、908、1073 亿元下调至 750、830、954 亿元，净利润由 364、435、519 亿元下调至 335、378、434 亿元，增速分别为 23.6%、12.8%、14.8%；EPS 分别为 26.65、30.08、34.54 元，对应 PE 分别为 21、18、16 倍。

**风险提示：**食品安全风险，宏观经济增速下滑风险，业绩未达预期风险

| 财务数据和估值     | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 40,155.08 | 61,062.76 | 75,024.22 | 83,043.87 | 95,358.35 |
| 增长率(%)      | 20.06     | 52.07     | 22.86     | 10.69     | 14.83     |
| EBITDA(百万元) | 25,278.67 | 40,135.12 | 48,698.04 | 54,948.17 | 62,690.31 |
| 净利润(百万元)    | 16,718.36 | 27,079.36 | 33,482.26 | 37,780.77 | 43,387.54 |
| 增长率(%)      | 7.84      | 61.97     | 23.64     | 12.84     | 14.84     |
| EPS(元/股)    | 13.31     | 21.56     | 26.65     | 30.08     | 34.54     |
| 市盈率(P/E)    | 41.26     | 25.47     | 20.60     | 18.26     | 15.90     |
| 市净率(P/B)    | 9.46      | 7.54      | 6.42      | 5.48      | 4.68      |
| 市销率(P/S)    | 17.18     | 11.30     | 9.19      | 8.31      | 7.23      |
| EV/EBITDA   | 14.00     | 19.71     | 12.98     | 10.44     | 9.46      |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 食品饮料/饮料制造 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格   | 524.00 元  |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| A 股总股本(百万股)   | 1,256.20      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,256.20      |
| A 股总市值(百万元)   | 658,247.65    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 658,247.65    |
| 每股净资产(元)      | 81.49         |
| 资产负债率(%)      | 27.86         |
| 一年内最高/最低(元)   | 803.50/509.02 |

### 作者

**刘鹏** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516070001  
liupeng1@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《贵州茅台-公司点评:国改加码，促市场与国有关系良性循环，业绩高弹性》2018-09-18
- 《贵州茅台-公司点评:提价验证全面市场化和需求旺盛，继续战略推荐》2017-12-29
- 《贵州茅台-季报点评:业绩增长超预期，继续强烈看好，目标价 800 元》2017-10-27

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2016              | 2017              | 2018E             | 2019E             | 2020E             |
|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金            | 66,854.96         | 87,868.87         | 62,649.21         | 123,736.92        | 107,615.47        |
| 应收账款            | 77.23             | 31.32             | 191.33            | 26.67             | 207.61            |
| 预付账款            | 1,046.10          | 790.81            | 5,693.58          | 2,566.34          | 2,959.04          |
| 存货              | 20,622.25         | 22,057.48         | 51,983.64         | 23,650.04         | 67,231.11         |
| 其他              | 1,580.01          | 1,500.70          | 13,637.19         | 6,845.28          | 6,079.17          |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>90,180.55</b>  | <b>112,249.19</b> | <b>134,154.95</b> | <b>156,825.25</b> | <b>184,092.40</b> |
| 长期股权投资          | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 固定资产            | 14,453.18         | 15,244.10         | 16,047.67         | 16,730.43         | 17,120.69         |
| 在建工程            | 2,745.58          | 2,016.41          | 2,409.84          | 2,345.91          | 2,007.54          |
| 无形资产            | 3,531.74          | 3,458.62          | 3,378.94          | 3,299.26          | 3,219.58          |
| 其他              | 1,962.66          | 1,608.66          | 1,631.11          | 1,714.10          | 1,631.35          |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>22,693.16</b>  | <b>22,327.78</b>  | <b>23,467.57</b>  | <b>24,089.70</b>  | <b>23,979.16</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>112,934.54</b> | <b>134,610.12</b> | <b>157,660.34</b> | <b>180,958.89</b> | <b>208,109.87</b> |
| 短期借款            | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 应付账款            | 2,765.25          | 4,032.00          | 6,077.01          | 4,517.89          | 7,008.21          |
| 其他              | 34,255.18         | 34,542.92         | 37,452.66         | 41,133.96         | 41,504.45         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>37,020.43</b>  | <b>38,574.92</b>  | <b>43,529.67</b>  | <b>45,651.85</b>  | <b>48,512.65</b>  |
| 长期借款            | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 应付债券            | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 其他              | 15.57             | 15.57             | 15.57             | 15.57             | 15.57             |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>15.57</b>      | <b>15.57</b>      | <b>15.57</b>      | <b>15.57</b>      | <b>15.57</b>      |
| <b>负债合计</b>     | <b>37,036.00</b>  | <b>38,590.49</b>  | <b>43,545.24</b>  | <b>45,667.42</b>  | <b>48,528.22</b>  |
| 少数股东权益          | 3,004.41          | 4,568.10          | 6,741.74          | 9,367.12          | 12,339.05         |
| 股本              | 1,256.20          | 1,256.20          | 1,256.20          | 1,256.20          | 1,256.20          |
| 资本公积            | 1,374.96          | 1,374.96          | 1,374.96          | 1,374.96          | 1,374.96          |
| 留存收益            | 71,228.42         | 89,601.87         | 106,117.17        | 124,668.15        | 145,986.39        |
| 其他              | (965.45)          | (781.51)          | (1,374.96)        | (1,374.96)        | (1,374.96)        |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>75,898.54</b>  | <b>96,019.63</b>  | <b>114,115.10</b> | <b>135,291.47</b> | <b>159,581.64</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>112,934.54</b> | <b>134,610.12</b> | <b>157,660.34</b> | <b>180,958.89</b> | <b>208,109.87</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2016              | 2017              | 2018E              | 2019E              | 2020E              |
|----------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润            | 17,930.64         | 29,006.42         | 33,482.26          | 37,780.77          | 43,387.54          |
| 折旧摊销           | 934.19            | 1,125.83          | 882.67             | 960.86             | 1,027.78           |
| 财务费用           | 0.00              | 0.00              | (100.00)           | (190.00)           | (430.00)           |
| 投资损失           | 0.00              | 0.00              | (1.29)             | (1.93)             | (1.93)             |
| 营运资金变动         | 25,123.25         | (4,091.37)        | (42,193.12)        | 40,456.59          | (40,445.04)        |
| 其它             | (6,536.84)        | (3,887.86)        | 2,288.04           | 2,669.88           | 3,039.48           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>37,451.25</b>  | <b>22,153.04</b>  | <b>(5,641.45)</b>  | <b>81,676.16</b>   | <b>6,577.83</b>    |
| 资本支出           | 1,759.17          | 1,104.20          | 2,000.00           | 1,500.00           | 1,000.00           |
| 长期投资           | 0.00              | 0.00              | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| 其他             | (2,861.68)        | (2,224.85)        | (4,003.39)         | (3,004.17)         | (1,992.43)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,102.50)</b> | <b>(1,120.65)</b> | <b>(2,003.39)</b>  | <b>(1,504.17)</b>  | <b>(992.43)</b>    |
| 债权融资           | 0.00              | 0.00              | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| 股权融资           | 237.37            | 239.66            | (493.46)           | 190.00             | 430.00             |
| 其他             | (8,571.88)        | (9,138.84)        | (17,081.36)        | (19,274.28)        | (22,136.85)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(8,334.51)</b> | <b>(8,899.18)</b> | <b>(17,574.82)</b> | <b>(19,084.28)</b> | <b>(21,706.85)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>28,014.24</b>  | <b>12,133.21</b>  | <b>(25,219.66)</b> | <b>61,087.71</b>   | <b>(16,121.45)</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2016             | 2017             | 2018E            | 2019E            | 2020E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>40,155.08</b> | <b>61,062.76</b> | <b>75,024.22</b> | <b>83,043.87</b> | <b>95,358.35</b> |
| 营业成本             | 3,410.10         | 5,940.44         | 7,048.57         | 7,819.12         | 8,790.88         |
| 营业税金及附加          | 6,508.93         | 8,404.21         | 11,580.70        | 10,961.79        | 12,396.59        |
| 营业费用             | 1,681.05         | 2,986.07         | 3,166.02         | 3,883.13         | 4,878.53         |
| 管理费用             | 4,187.19         | 4,720.54         | 5,409.25         | 6,388.56         | 7,626.76         |
| 财务费用             | (33.18)          | (55.72)          | (100.00)         | (190.00)         | (430.00)         |
| 资产减值损失           | 12.33            | (8.05)           | 5.60             | 5.90             | 5.00             |
| 公允价值变动收益         | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益            | 0.00             | 0.00             | 1.29             | 1.93             | 1.93             |
| 其他               | 123.03           | 135.26           | (2.58)           | (3.87)           | (3.87)           |
| <b>营业利润</b>      | <b>24,265.63</b> | <b>38,940.01</b> | <b>47,915.38</b> | <b>54,177.30</b> | <b>62,092.53</b> |
| 营业外收入            | 8.55             | 12.20            | 8.53             | 9.76             | 10.16            |
| 营业外支出            | 316.30           | 212.14           | 230.18           | 252.87           | 200.00           |
| <b>利润总额</b>      | <b>23,957.88</b> | <b>38,740.07</b> | <b>47,693.72</b> | <b>53,934.19</b> | <b>61,902.69</b> |
| 所得税              | 6,027.24         | 9,733.65         | 11,923.43        | 13,483.55        | 15,475.67        |
| <b>净利润</b>       | <b>17,930.64</b> | <b>29,006.42</b> | <b>35,770.29</b> | <b>40,450.64</b> | <b>46,427.02</b> |
| 少数股东损益           | 1,212.28         | 1,927.06         | 2,288.04         | 2,669.88         | 3,039.48         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>16,718.36</b> | <b>27,079.36</b> | <b>33,482.26</b> | <b>37,780.77</b> | <b>43,387.54</b> |
| 每股收益(元)          | 13.31            | 21.56            | 26.65            | 30.08            | 34.54            |

| 主要财务比率         | 2016    | 2017     | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|----------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |          |         |         |         |
| 营业收入           | 20.06%  | 52.07%   | 22.86%  | 10.69%  | 14.83%  |
| 营业利润           | 9.51%   | 60.47%   | 23.05%  | 13.07%  | 14.61%  |
| 归属于母公司净利润      | 7.84%   | 61.97%   | 23.64%  | 12.84%  | 14.84%  |
| <b>获利能力</b>    |         |          |         |         |         |
| 毛利率            | 91.51%  | 90.27%   | 90.60%  | 90.58%  | 90.78%  |
| 净利率            | 41.63%  | 44.35%   | 44.63%  | 45.49%  | 45.50%  |
| ROE            | 22.94%  | 29.61%   | 31.18%  | 30.00%  | 29.47%  |
| ROIC           | 64.70%  | 414.73%  | 550.96% | 81.31%  | 472.08% |
| <b>偿债能力</b>    |         |          |         |         |         |
| 资产负债率          | 32.79%  | 28.67%   | 27.62%  | 25.24%  | 23.32%  |
| 净负债率           | -22.05% | -31.06%  | -43.18% | -14.12% | -48.92% |
| 流动比率           | 2.44    | 2.91     | 3.08    | 3.44    | 3.79    |
| 速动比率           | 1.88    | 2.34     | 1.89    | 2.92    | 2.41    |
| <b>营运能力</b>    |         |          |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 639.02  | 1,125.05 | 673.91  | 761.88  | 814.05  |
| 存货周转率          | 2.08    | 2.86     | 2.03    | 2.20    | 2.10    |
| 总资产周转率         | 0.40    | 0.49     | 0.51    | 0.49    | 0.49    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |          |         |         |         |
| 每股收益           | 13.31   | 21.56    | 26.65   | 30.08   | 34.54   |
| 每股经营现金流        | 29.81   | 17.63    | -4.49   | 65.02   | 5.24    |
| 每股净资产          | 58.03   | 72.80    | 85.47   | 100.24  | 117.21  |
| <b>估值比率</b>    |         |          |         |         |         |
| 市盈率            | 41.26   | 25.47    | 20.60   | 18.26   | 15.90   |
| 市净率            | 9.46    | 7.54     | 6.42    | 5.48    | 4.68    |
| EV/EBITDA      | 14.00   | 19.71    | 12.98   | 10.44   | 9.46    |
| EV/EBIT        | 14.53   | 20.28    | 13.22   | 10.63   | 9.61    |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |