

公司点评
贵州茅台 (600519)
食品饮料 | 饮料制造
发货节奏影响单季业绩，供需未见明显变化

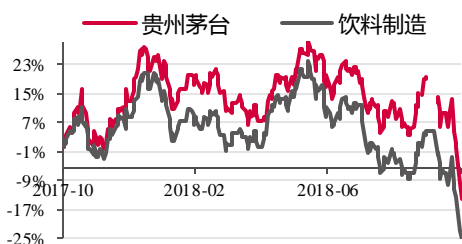
2018年10月31日

评级 谨慎推荐

评级变动 调低

合理区间 584.64-668.16元
交易数据

| | |
|------------|---------------|
| 当前价格(元) | 524.00 |
| 52周价格区间(元) | 509.02-803.50 |
| 总市值(百万) | 658247.65 |
| 流通市值(百万) | 658247.65 |
| 总股本(万股) | 125619.78 |
| 流通股(万股) | 125619.78 |

涨跌幅比较


| % | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|--------|--------|
| 贵州茅台 | -28.22 | -27.14 | -18.19 |
| 饮料制造 | -28.19 | -32.99 | -25.01 |

陈博

 执业证书编号: S0530517080001
 chenbo@cfzq.com

张昕奕

zhangxy@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理
相关报告

- 《贵州茅台：强劲需求拉动业绩超预期-2017年三季报点评》 2017-10-27
- 《贵州茅台：公司研究*贵州茅台(600519) 2017 中报点评：收入和净利润双双加速增长》 2017-07-28
- 《贵州茅台：公司研究*贵州茅台(600519) 2016 年报点评：行业标杆，再显王者风范》 2017-04-18

| 预测指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 主营收入(亿元) | 401.55 | 610.62 | 754.43 | 879.28 | 1014.87 |
| 净利润(亿元) | 167.18 | 270.79 | 349.66 | 407.38 | 481.68 |
| 每股收益(元) | 13.31 | 21.56 | 27.84 | 32.43 | 38.34 |
| 每股净资产(元) | 58.03 | 72.80 | 86.06 | 108.76 | 135.60 |
| P/E | 39.37 | 24.31 | 18.82 | 16.16 | 13.67 |
| P/B | 9.03 | 7.20 | 6.09 | 4.82 | 3.86 |

资料来源：贝格数据，财富证券

事件：2018年10月29日，贵州茅台(600519)公布了2018年三季报。

投资要点：

- 单季度业绩低于预期，稳价政策推高预收。**公司前三季度实现营业收入522.42亿元(+23.07%)，归母净利润247.34亿元(+23.77%)，扣非归母净利润249.29亿元(+24.11%)。单3季度公司实现营业收入197.2亿元(+3.8%)，归母净利润89.7亿元(+2.7%)，增速同比大幅放缓。业绩低于预期一方面是因为去年同期公司为了控价改变预收款制度，发货量大幅提升从而导致基期较高；另一方面是2018年以来基酒供应偏紧、难以放量的缘故。进入旺季，公司为了稳价允许经销商提前执行发货计划，2018Q3预收款环比增加12.28亿元。
- 提价改善盈利能力，现金流状况稳定。**受年初茅台酒提价及产品结构提升影响，尽管系列酒营收占比提升，公司前三季度毛利率仍达到91.6%，同比提升1.2个百分点；单三季度91.8%，同比提升1.1个百分点；销售费用率同比提升0.73个百分点至5.18%，主要由系列酒推广费用增多导致；管理费用同比下降0.27pct.至6.73%；财务费用率由于银行存款利息收入的减少提升0.01个百分点至0.00%，最终销售净利率同比提升0.54pct.至5.18%；前三季度经营活动产生的现金流量净额同比增长23.83%至282.21亿元。
- 茅台酒发货量下滑，系列酒增长稳健。**茅台酒前三季度实现营收462.65亿元(+20.47%)，单三季度实现营收168.82亿元(+0.6%)，根据年初提价18%计算得到发货量在8000吨左右，对应2017年第三季度发货量同比降幅在10%以上，主要受公司去年三季度集中发货影响；公司旗下的酱香系列酒2018年前三季度收入59.3亿元(+47.6%)，已超出去年全年销售额，今年目标80亿销售额不难完成。
- 稳价仍是当前主题，供需状态保持紧张。**以茅台目前的销售体量而言，增速放缓属于周期性的正常变化。公司2018年的经营计划是实现营收15%的增长，从前三季度522.42的营收规模来看，今年计划以完成近80%，第四季度仍是旺季，预计全年计划能顺利完成。从秋糖会经销商的反馈情况来看，自公司实行控价措施以来，经销商囤货意愿降低导致实际发货量有所下降，但茅台依然保持卖方市场格局。2019年基酒供应将略高于今年的4.6万吨，供应保持偏紧的状态，2020年才计划提升基酒供应至6万吨，期间茅台能够通过提价与结构升级保证业

绩的稳健增长。

- **盈利预测。**预计公司 2018、2019、2020 年实现营业收入分别为 754.43、886.41、1023.08 亿元，归母净利润分别为 349.67、407.39、481.69 亿元，对应 EPS 分别为 27.84、32.43、38.34 元/股。参考公司的基本面情况以及对未来业绩的增长空间，给予公司 21-24 倍估值，合理区间为 584.64-668.16 元，预期公司未来增速将放缓，因此下调公司评级至“谨慎推荐”。
- **风险提示：食品安全风险；消费者需求下滑风险。**

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别 | 投资评级 | 评级说明 |
|--------|------|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐 | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15% |
| | 中性 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5% |
| | 回避 | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上 |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5% |
| | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上 |

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438