

# 贵州茅台 (600519.SH) 白酒行业

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 305.78 元  
 目标价格 (人民币): 330.00-335.00 元

## 复兴确定，不负众望

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,256.20
总市值(百万元)	384,120.16
年内股价最高最低(元)	324.73/188.71
沪深 300 指数	3314.11
上证指数	3067.35



### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	12.930	11.774	13.580	15.193	16.648
每股净资产(元)	46.79	50.89	58.38	65.29	73.61
每股经营性现金流(元)	11.06	13.88	14.26	14.48	17.26
市盈率(倍)	14.67	18.53	22.84	20.42	18.63
行业优化市盈率(倍)	14.43	18.00	22.64	22.64	22.64
净利润增长率(%)	-1.71%	0.16%	15.34%	11.87%	9.58%
净资产收益率(%)	27.64%	23.14%	23.26%	23.27%	22.62%
总股本(百万股)	1,142.00	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩概述

公司 H1 实现营业收入 181.73 亿元，同比增长 15.18%；实现归母净利润 88.03 亿元，同比增长 11.59%。Q2 单季度实现营业收入 81.84 亿，同增 13.13%；实现归母净利润 39.13 亿元，同比增长 11.07%。

### 投资逻辑

- **复兴确定，不负众望：**从上半年两个季度来看，公司分别实现了 16.9%/13.1% 的营业收入增长及 12.0%/11.1% 的归母净利润增长。两个季度保持平稳、较高速增长，宣告王者茅台的确定性复兴。分系列来看：H1 茅台酒实现收入 174.74 亿元，同比+13.95%。在 Q1、Q2 前期批价未见明显上扬之前，生肖酒、蓝/金/红/黑金瓶等定制产品因经销商利润空间较大、推广热情高实现了较快增长。后期飞天批价进入上涨通道后接过增长重任，快速上涨显示实际动销火爆。系列酒实现收入 6.91 亿元，同比大增 55.76%，小幅拉低整体毛利率 0.7 个百分点。
- **预收账款及现金流指标靓丽，停用承兑汇票政策将预计进一步提升公司 Q3 现金流情况：**H1 预收账款 114.81 亿元，较年初增加 32.20 亿元 (+39%)，再创历史最高。同时，环比 Q1 末又增加 29.4 亿元，业绩蓄水池进一步加深。H1 销售商品、提供劳务收到现金 257.50 亿元，同比增长 87.65 亿元 (+51.6%)；经营性净现金流 136.04 亿元，同比增长 177.54%。公司 7 月 4 日开始停止使用承兑汇票，预计将进一步提升公司 Q3 实际现金流情况。
- **多重因素推动批价进入上涨通道，春节备货提前或执行 17 年计划：**二季度末开始，茅台一批价进入加速上涨通道，厂家控量预期、实际需求恢复、经销商开启新一轮补库存以及茅台自带的投资属性，推动一批价在 2-3 月内上涨超过 100 元，目前已来到 950-970 元区间。预计伴随中秋旺季日益临近及货源紧张，批价仍有小幅上涨空间。以目前存量计划 5000 余吨的情况来看，中秋后货源将进一步紧张。由于今年春节比去年提前 10 天左右 (1.27 除夕，去年为 2.7)，因此春节旺季备货提前也将进一步放大供给缺口。因此，我们预计年底前后飞天批价仍有上涨可能，厂商大概率将提前执行 17 年计划，届时量价情况尚需观测。

**投资建议：**预计 16-17 年公司营业收入分别为 374 亿、420 亿元，分别同比增长 11.8%、12.3%；归母净利润分别为 170.6 亿元、190.9 亿元，分别同比增长 10.1%、11.9%，折合 EPS 分别为 13.58 元、15.20 元，目前股价对应 PE 分别为 22X、20X，维持“买入”评级。

于杰

分析师 SAC 执业编号：S1130516070001  
 yujie@gjzq.com.cn

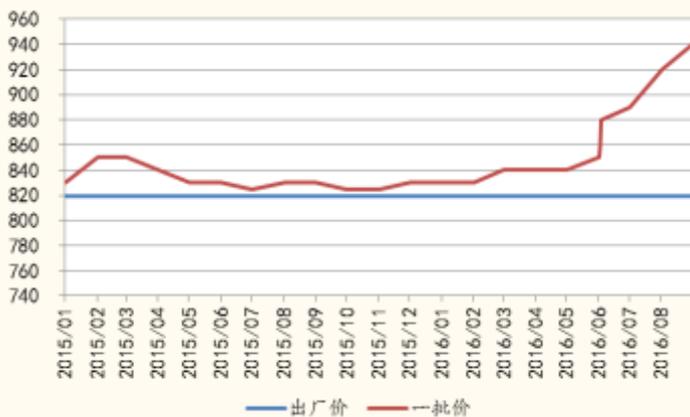
申晟

联系人  
 (8621)60230204  
 shensheng@gjzq.com.cn

## 飞天茅台价格一批价节节攀升

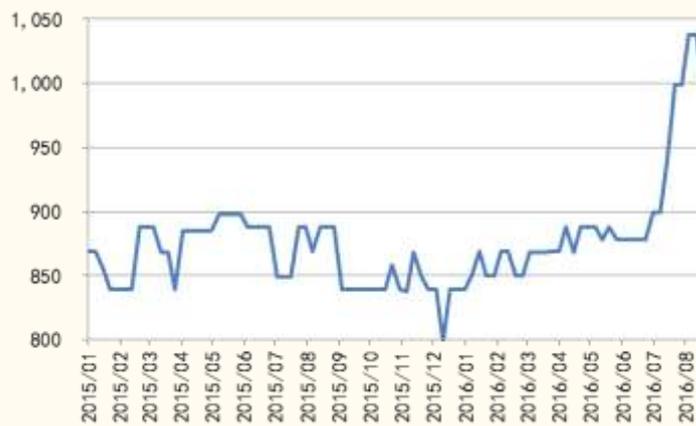
今年 6 月份以来，飞天茅台一批价快速攀升，进入加速上升的通道，在 2-3 个月内上涨超过 100 元，目前已来到 950-970 元区间。我们认为主要原因还是厂家控量的预期、实际需求的温和复苏、经销商开启新一轮补库存以及茅台自带的投资属性等多方面因素共同推动所致。

图表 1：茅台出厂价、一批价走势



来源：国金证券研究所

图表 2：飞天茅台一号店零售价



来源：Wind，国金证券研究所

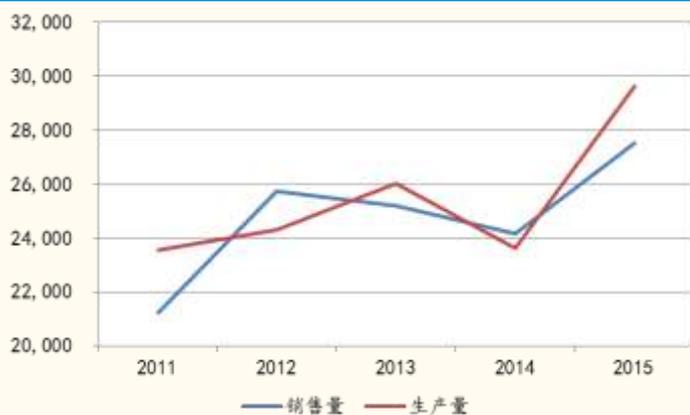
### 一线白酒中，茅台实际需求恢复最为确定

#### ■ 茅台高端酒霸主形象不可动摇

茅台在三公消费限制后，公司管理层意识到必须坚持将茅台酒打造成老百姓能够喝得起的国酒是长期可持续发展的根基。茅台在 2012 年年报中提出“关注固有消费群体，培育、扩展新的目标消费群体，稳步提升茅台酒及系列产品市场占有率”，将目标客户群锁定在大众高端，包括商务和居民礼品消费等。

**迅速放量：**贵州茅台从 2013 年开始制定一系列政策，持续放量，以压低茅台酒一批价抢占市场。2013 年按 20% 比例增加 819 元/瓶 53 度飞天计划配额；2014 年按 1:1 增加飞天计划配额，除外，13 年成功执行 999 元/瓶计划外货物的经销商，额外按 20% 比例增飞天计划配额。

图表 3：茅台销售量、生产量（吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

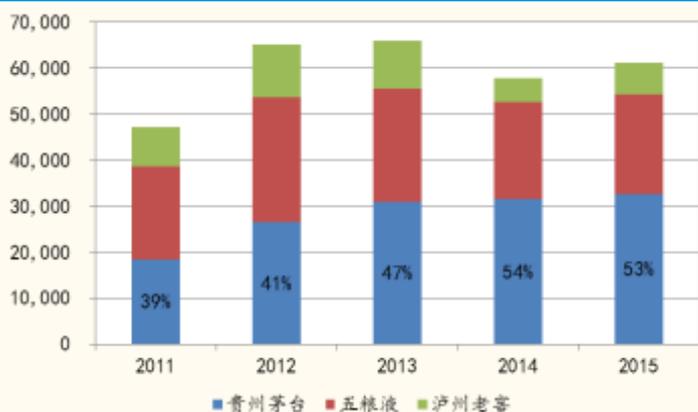
图表 4：五粮液销售量、生产量（吨）



来源：国金证券研究所

如是，在下调一批价后，茅台终端价格进入 1000 元以下，在 2012-2015 年高端白酒市场萎缩时反而开始放量，逐步抢占五粮液、国窖 1573 的市场份额。前期政商务消费将茅台品牌拉高到一线白酒品牌最高位置，因此一旦降价，对于消费者的吸引力相比竞品而言更大。

图表 5: 茅台、五粮液和老窖收入占比对照



来源: 国金证券研究所

图表 6: 2015 年高端酒销量占比 (吨)



来源: 国金证券研究所

■ 价格下降至家庭、商务可以接受的水平

2012 年限制三公消费之后, 政府消费占比的下降, 公司开始向大众消费转型, 价格至今已跌了高点的 1/2, 茅台在大多数消费者心目中是高端白酒的象征, 喝名酒就喝茅台在消费者心目中的形象根深蒂固。价格的下跌, 使得普通消费者认为现在的价格相比以前的高价相对便宜很多, 部分居民和商务的需求释放助力茅台的经销商库存快速消化。

■ 基建投资回升

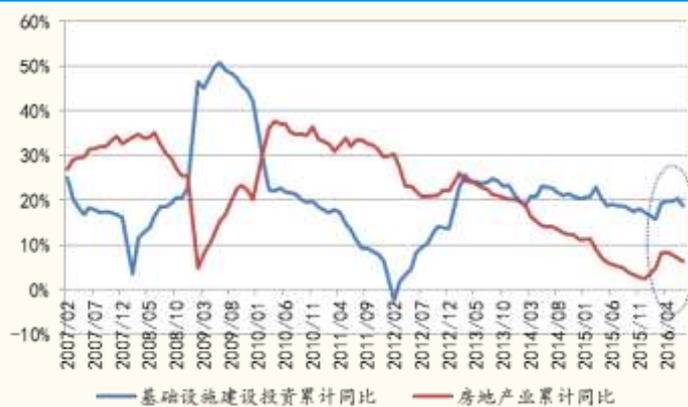
2007 年之前, 五粮液是高端白酒的第一品牌, 2007 年之后, 茅台开始树立高端白酒龙头地位, 主要还是 4 万亿后, 大量的基建投资和房地产投资刺激了茅台的需求, 政务消费成为茅台消费的主力, 当时也是引起舆论的哗然, 2012 年以后, 三公的限制使得高端酒消费腰斩。今年以来, 其实基建、房地产投资的增长, 一部分拉动了高端白酒消费的提升, 这是我国国情所决定的, 完全转变还需时间。

图表 7: CPI 酒类同比下滑超过 1/2



来源: 国金证券研究所

图表 8: 基建、房地产投资累计同比

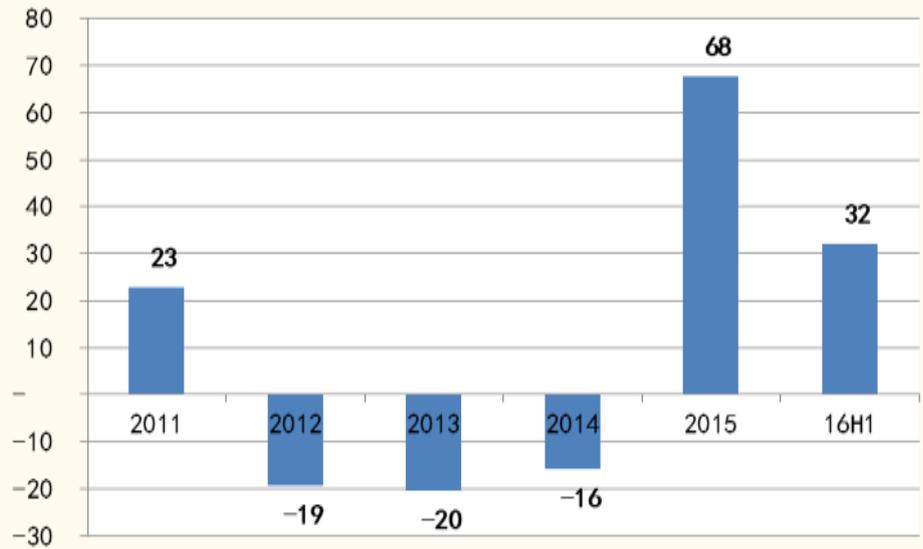


来源: 国金证券研究所

茅台厂家控量措施到位, 经销商补库存

由于春节中秋等节日是居民消费的旺季, 茅台去年年底至今年一季度的销量出现了显著放量, 使得渠道的库存迅速降低。而茅台厂家今年以来一直保持控量的政策, 使得渠道库存进一步吃紧, 批价及终端价格进一步上涨。茅台今年上半年没有限量, 渠道内库存吃紧, 经销商打款热情提高, 部分计划量超额完成。6 月份茅台厂家突然禁止经销商提前执行计划量, 部分经销商无法进货导致渠道库存进一步紧张, 导致价格快速上扬。

图表 9: 预收款增加额 (亿元, 16H1 相对于年初)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

7 月份, 茅台下发通知取消推行近两年的飞天茅台经销商银行承兑汇票打款政策, 过去承兑汇票主要用于降低经销商流动资金占用成本, 部分经销商得以低价走量的方式出货, 取消银行承兑汇票这样相当于变相对茅台提价。厂家控货, 一批缺货, 二批囤货以防价格进一步上涨, 而消费者在价格快速提升的情况下, 也掀起了抢货的浪潮, 价格步步上移。

图表 10: 茅台屡次发声控量

时间	事件
2015.8	营销会上要求 8 月 17 日起执行飞天 850 元的最低批发价格, 比此前上涨 20 元
2015.12	经销商大会, 袁仁国重申"不降价、不增量、不增加经销商"
2016.3	糖酒会销售公司经理马玉鹏表示,16H2 茅台酒的供应链不到 8,000 吨
2016.6	李保芳表示, 如果不够卖, 绝对不增加生产, 不执行 2017 年的量。
2016.7	停止使用银行承兑汇票办理 53 度茅台酒业务

来源: 国金证券研究所

我们预计伴随中秋旺季日益临近及货源紧张, 批价仍有小幅上涨空间。以目前存量计划 5000 余吨的情况来看, 中秋后货源将进一步紧张。由于今年春节比去年提前 10 天左右 (1.27 除夕, 去年为 2.7), 因此春节旺季备货提前也将进一步放大供给缺口。因此, 我们预计年底前后飞天批价仍有上涨可能, 厂商大概率将提前执行 17 年计划, 届时量价情况尚需观测。

### 系列酒战略地位提升，有望成为新的增长点

公司的战略从政务消费向大众消费转移，茅台采取措施发展系列酒，填补中低端产品，主要采取“133”品牌战略，1个核心品牌（茅台）、3个中低端战略品牌贵州大曲（华茅、王茅、赖茅）、3个中高端重点品牌（汉酱、仁酒、王子）。公司目标是形成单个10亿的全国品牌。目前茅台系列酒主要品牌有：王子酒、迎宾酒、汉酱、仁酒、贵州大曲、王茅、华茅等以及18个总经销品牌。

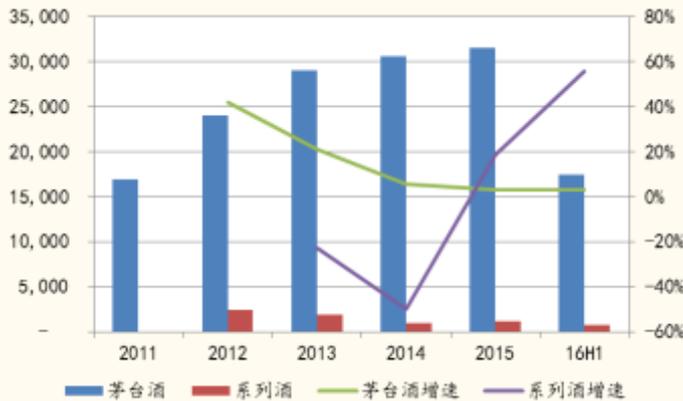
图表 11：系列酒价格

名称	规格	价格(元)
迎宾酒 43 度	500ml	99
迎宾酒 53 度	500ml	119
王子酒 53 度	500ml	189
王茅酒	500ml	268
仁酒 53 度	368ml	279
华茅酒 53 度	500ml	299
赖茅酒 53 度	500ml	359
汉酱酒 51 度	500ml	399

来源：淘宝旗舰店、一号店，国金证券研究所

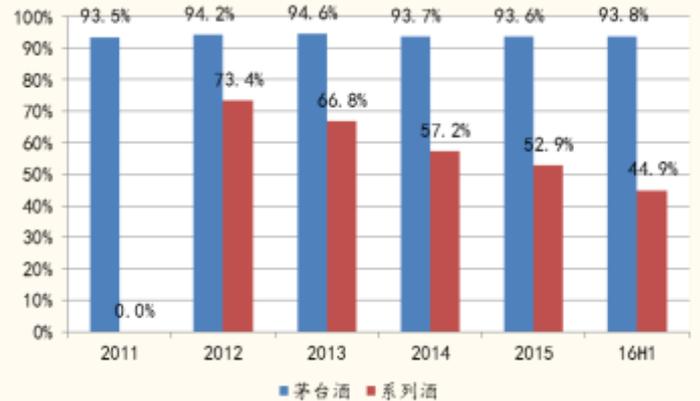
16H1 系列酒实现收入 6.91 亿元，同比大增 55.76%，小幅拉低整体毛利率 0.7 个百分点，公司规划 2016 年系列酒任务量 1.3 万吨以上，我们认为系列酒有望深耕渠道，主打地方性市场，借助茅台酒的品牌效应，进入县级及乡镇地区，量方面的增速将保持较高水平。

图表 12：茅台酒、系列酒收入（百万）



来源：国金证券研究所

图表 13：茅台酒、系列酒毛利率



来源：国金证券研究所

### 盈利预测

预计 16-17 年公司营业收入分别为 374 亿、420 亿元，分别同比增长 11.8%、12.3%；归母净利润分别为 170.6 亿元、190.9 亿元，分别同比增长 10.1%、11.9%，折合 EPS 分别为 13.58 元、15.20 元，目前股价对应 PE 分别为 22X、20X，维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	30,922	31,574	32,660	37,395	42,044	46,249	货币资金	25,185	27,711	36,801	46,354	53,380	63,855
增长率		2.1%	3.4%	14.5%	12.4%	10.0%	应收款项	417	1,933	8,627	11,271	12,672	13,939
主营业务成本	-2,194	-2,339	-2,538	-2,854	-3,214	-3,554	存货	11,837	14,982	18,013	19,235	20,998	23,171
%销售收入	7.1%	7.4%	7.8%	7.6%	7.6%	7.7%	其他流动资产	4,493	2,945	1,563	2,363	2,330	2,212
毛利	28,728	29,235	30,121	34,541	38,830	42,696	流动资产	41,932	47,571	65,005	79,223	89,380	103,178
%销售收入	92.9%	92.6%	92.2%	92.4%	92.4%	92.3%	%总资产	75.6%	72.2%	75.3%	79.2%	81.2%	83.4%
营业税金及附加	-2,791	-2,789	-3,449	-4,487	-5,045	-5,550	长期投资	145	95	49	29	29	29
%销售收入	9.0%	8.8%	10.6%	12.0%	12.0%	12.0%	固定资产	8,981	13,798	16,312	16,162	15,973	15,749
营业费用	-1,858	-1,675	-1,485	-1,309	-1,530	-1,730	%总资产	16.2%	20.9%	18.9%	16.1%	14.5%	12.7%
%销售收入	6.0%	5.3%	4.5%	3.5%	3.6%	3.7%	无形资产	3,571	3,588	3,781	3,785	3,792	3,798
管理费用	-2,835	-3,378	-3,813	-4,300	-4,898	-5,457	非流动资产	13,523	18,302	21,297	20,863	20,681	20,463
%销售收入	9.2%	10.7%	11.7%	11.5%	11.7%	11.8%	%总资产	24.4%	27.8%	24.7%	20.8%	18.8%	16.6%
息税前利润 (EBIT)	21,244	21,393	21,374	24,444	27,356	29,959	<b>资产总计</b>	<b>55,454</b>	<b>65,873</b>	<b>86,301</b>	<b>100,086</b>	<b>110,061</b>	<b>123,642</b>
%销售收入	68.7%	67.8%	65.4%	65.4%	65.1%	64.8%	短期借款	0	63	0	0	0	0
财务费用	429	123	67	83	90	117	应付款项	4,935	3,416	10,566	13,524	13,127	14,469
%销售收入	-1.4%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	其他流动负债	6,373	7,066	9,486	9,799	10,273	10,708
资产减值损失	2	0	1	0	0	0	流动负债	11,307	10,544	20,052	23,322	23,400	25,177
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	3	3	4	4	4	4	其他长期负债	18	18	16	16	16	16
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>11,325</b>	<b>10,562</b>	<b>20,067</b>	<b>23,338</b>	<b>23,416</b>	<b>25,193</b>
营业利润	21,678	21,519	21,446	24,532	27,450	30,080	<b>普通股股东权益</b>	<b>42,622</b>	<b>53,430</b>	<b>63,926</b>	<b>73,342</b>	<b>82,011</b>	<b>92,468</b>
营业利润率	70.1%	68.2%	65.7%	65.6%	65.3%	65.0%	少数股东权益	1,507	1,881	2,308	3,406	4,634	5,980
营业外收支	-359	-221	-157	5	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>55,454</b>	<b>65,873</b>	<b>86,301</b>	<b>100,086</b>	<b>110,061</b>	<b>123,642</b>
税前利润	21,319	21,298	21,289	24,537	27,450	30,080	<b>比率分析</b>						
利润率	68.9%	67.5%	65.2%	65.6%	65.3%	65.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-5,467	-5,613	-5,547	-6,380	-7,137	-7,821	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.6%	26.4%	26.1%	26.0%	26.0%	26.0%	每股收益	14.471	12.930	11.774	13.580	15.193	16.648
净利润	15,852	15,685	15,742	18,157	20,313	22,259	每股净资产	41.055	46.787	50.888	58.384	65.285	73.609
少数股东损益	828	920	952	1,098	1,228	1,346	每股经营现金净流	12.190	11.062	13.880	14.262	14.478	17.256
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>15,023</b>	<b>14,766</b>	<b>14,790</b>	<b>17,059</b>	<b>19,085</b>	<b>20,913</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	6.790	7.596	8.324
净利率	48.6%	46.8%	45.3%	45.6%	45.4%	45.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	35.25%	27.64%	23.14%	23.26%	23.27%	22.62%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	27.09%	22.42%	17.14%	17.04%	17.34%	16.91%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	35.80%	28.45%	23.86%	23.57%	23.36%	22.52%
净利润	15,965	16,269	16,455	18,157	20,313	22,259	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	16.88%	2.11%	3.44%	14.50%	12.43%	10.00%
非现金支出	554	757	848	895	931	968	EBIT增长率	15.40%	0.70%	-0.09%	14.36%	11.91%	9.51%
非经营收益	-176	86	-338	259	-4	-4	净利润增长率	12.89%	-1.71%	0.16%	15.34%	11.87%	9.58%
营运资金变动	-3,688	-4,480	471	-1,395	-3,053	-1,547	总资产增长率	23.24%	18.79%	31.01%	15.97%	9.97%	12.34%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>12,655</b>	<b>12,633</b>	<b>17,436</b>	<b>17,916</b>	<b>18,187</b>	<b>21,677</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-5,406	-4,421	-2,053	-724	-750	-750	应收账款周转天数	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资	0	-10	35	0	0	0	存货周转天数	1,788.7	2,093.0	2,372.3	2,460.0	2,385.0	2,380.0
其他	66	-149	-31	4	4	4	应付账款周转天数	52.4	77.4	114.2	100.0	100.0	100.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5,339</b>	<b>-4,580</b>	<b>-2,049</b>	<b>-720</b>	<b>-746</b>	<b>-746</b>	固定资产周转天数	100.6	119.9	127.6	108.0	92.7	80.9
股权募资	6	35	0	886	-873	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	67	-56	0	0	1	净负债/股东权益	-57.07%	-49.99%	-55.56%	-60.40%	-61.61%	-64.86%
其他	-7,392	-5,149	-5,548	-8,530	-9,543	-10,457	EBIT利息保障倍数	-49.5	-173.7	-317.8	-294.0	-304.8	-255.6
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-7,386</b>	<b>-5,047</b>	<b>-5,604</b>	<b>-7,643</b>	<b>-10,416</b>	<b>-10,456</b>	资产负债率	20.42%	16.03%	23.25%	23.32%	21.28%	20.38%
<b>现金净流量</b>	<b>-70</b>	<b>3,005</b>	<b>9,783</b>	<b>9,553</b>	<b>7,026</b>	<b>10,475</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD