

强烈推荐-A (维持)

贵州茅台：站上全球酒业市值之巅

目标估值：500 元
 当前股价：378.82 元
 2017 年 03 月 28 日

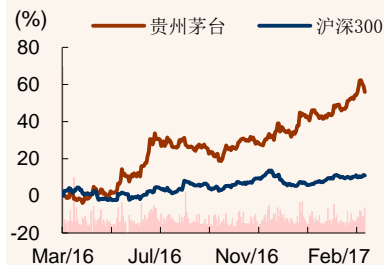
2017 春季糖酒会见闻系列之二

基础数据

上证综指	3267
总股本 (万股)	125620
已上市流通股 (万股)	125620
总市值 (亿元)	4759
流通市值 (亿元)	4759
每股净资产 (MRQ)	54.6
ROE (TT)	24.1
资产负债率	32.2%
主要股东	中国贵州茅台酒厂 (集团)
主要股东持股比例	61.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	31	59
相对表现	4	24	51



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《贵州茅台 (600519) 一靓丽序幕已拉开，正向循环再加速》2017-03-05
- 2、《贵州茅台 (600519) 一预告给出指引，全年目标不变》2017-02-22
- 3、《贵州茅台 (600519) 一顶级的品牌，更好的明年》2016-12-30

杨勇胜

021-68407562

yangys5@cmschina.com.cn

S1090514060001

董广阳

021-68407471

donggy1@cmschina.com.cn

S1090512070001

研究助理

李晓峥

021-68407571

lixiaozheng@cmschina.com.cn

16 年起茅台上涨走过了两阶段，第一阶段到 7 月，股价从 200 至 300 元，我们定义为《遮不住的强劲增长，强力买入》，第二阶段 10 月起至今涨到 400 元，我们定义为《5000 亿市值不是梦》。虽然每个阶段完成后有一小段整固期，但我们毫不怀疑下一阶段的到来，那就是茅台站上全球酒业品牌市值之巅！茅台现有的品牌力，管理层的视野格局，以及市场风格对确定性龙头的偏好，三重叠加完全支撑茅台将迎来一个更辉煌的时代。我们大胆将 1 年期目标价上调至 500 元，继续强烈推荐！报告后附独家“国酒茅台经销商座谈会”详细纪要，推荐阅读。

- **糖酒会反馈：大众消费升级，名酒加速复苏。** 春节草根调研及糖酒会反馈显示，白酒行业已度过最差时期，来自渠道、价格及需求的三大泡沫影响已被祛除，16 年初，高端白酒率先回暖，17 年春节，次高端白酒开始复苏，大众需求驱动力更加良性，新一轮景气周期拉开序幕。在大众需求强力支撑下，白酒行业将持续受益消费升级和品牌集中，行业进入量减质增的阶段。
- **经销商座谈及公司表态：稳价保放量，供需紧平衡，加强文化营销。** 本次座谈会主题探讨如何处理量价关系，如何做好市场与客户的管理工作，如何做好文化体验营销等，有 23 位全国各地经销商发言，整体反馈春节需求旺盛，库存基本为零，盈利明显改善，价格仍有上涨趋势。茅台公司销售负责人明确表示，受生产能力，全年茅台酒供应偏紧，目前总库及各中转库均空仓，2017 年断货将成为常态，公司虽不会采取行政手段干预市场，但严令经销商不得高价销售，要将茅台酒零售价格控制在 1300 以下，确保群众买得起、买得到。同时推动红色之旅及茅台文化体验馆。由此看来，淡季批价将稳定在 1200 元左右，但进入年底旺季受供给不足，批价仍大概率继续被动上行。
- **年报季报预收款都将惊人。** 我们在 2 月 21 日点评中指出，3 月份的发货量对应的收入预计将全部进入预收款，预计有 50 亿以上，1 季度末预收款大概率仍能延续 16Q3 (173.9 亿) 的高位，据草根调研及经销商会反馈，公司春节前欠经销商 1200 吨，春节后已补发完，但又欠 2 月份的货，许多经销商尚未拿到 2 月份额度的茅台酒，缺货时间超过一个月，公司现在是按打款时间排队开票，按开票时间排队发货，经销商积极打款期待早日拿货，料一季报预收款比之前预期更高，或成一季报最大亮点。
- **多层次布局，良性循环加速。** 在名酒性价比凸显，大众消费升级背景下，公司发展更加健康，渠道处于历史最低水平，经销商盈利状况也大幅改善。在此背景下，公司从三个层面布局长期发展：**1) 量价政策及渠道管理：**3 月 3 日书记讲话及本次座谈会，均反映公司稳价放量的政策导向，同时借助渠道盈利改善，重点整顿没有能力做市场的经销商；**2) 加强文化营销：**强力推进文化营销，力求将茅台专卖店打造成文化体验馆，提升红色之旅的范围及内容，全面走进国际市场，打造世界级品牌；**3) 直面消费者，运用大数据：**公司大力推进茅台电商，茅台云商，茅台电商面向消费者加强都通，茅台云商利用大数据指导渠道体系运转。三个层面的布局，让公司良性循环加速，未来发展路径清晰，空间可看更大。
- **正向循环下股价必然向明年要空间，茅台将站上全球酒业市值之巅。** 我们认为，白酒迎来品牌为主驱动的时代，茅台迎来最佳机遇期。而茅台现任管理层既有高远的视野和格局，又能躬身去做市场研究，向优秀业内外同行学习。这种时代与企业的共振已经勾画出一个未来更为强劲的茅台，我们预测 2017 年公司利润齐平帝亚吉欧的 200 亿元，2018 年实现大幅赶超。市场对确定性龙头的风格偏好持续，将让茅台市值站上世界酒业之巅。暂维持 17-18 年 EPS16.03/19.52 元报表预测，上调 1 年目标价至 500 元，按 18 年报表业绩 25 倍，真实业绩 22 倍估值，继续强烈推荐，建议投资者共同见证伟大时刻的到来。
- **风险提示：淡季需求弱于预期，供给不足导致价格失控。**

附：2017 年度贵州茅台经销商座谈会纪要

本次经销商座谈会围绕三个议题展开讨论：

1. 如何落实保芳书记在河南、云南讲话精神？如何做好基础管理、市场秩序治理、渠道拓展、客户关系维护等工作？
2. 如何做好国酒文化体验营销？
3. 大数据时代背景下，经销商与厂家如何共同实践“智慧营销”，如何数据共享？经销商对厂家的数据诉求是什么？

图 1：国酒茅台糖酒会展览



资料来源：实地调研、招商证券

图 2：国酒茅台 2017 年春节经销商座谈会



资料来源：实地调研、招商证券

一、经销商座谈环节

经销商 1（广东）

做好三件事情

1. 做好茅台文化的传播。包括开展海南环岛自行车等活动。
2. 做好终端工作。茅台卖好了，但终端问题依然存在，和雷州商会等一起成立分公司做市场。
3. 发力系列酒。广东省联营公司在系列酒上也在下功夫。

经销商 2（北京）

经销商是卖茅台的，是推广茅台文化的，不是为了一己私利，刻意囤货炒价格的。

房子是用来住的，不是用来炒的；茅台是用来喝/收藏的，不是用来炒的。

现在的生肖酒，都是在各位的库房，如果消费者体验不到生肖酒，这是一种悲哀，呼吁经销商不要带头囤货，防范炒作行为，要让消费者体验到生肖酒产品。不要“左手卖，右手收”，把产品积压在库房。

还有普茅，17 年一瓶难求，真的是基酒不足，还是物流跟不上，还是消费力变大，我们应该坦诚面对，这边几百箱甩，那边几百箱接。我春节去三亚，想买 2 箱茅台都没有，

陌生的消费者更不会买得到。

经销商 3 (四川)

1. 大好形势很久没见，大数据平台有利于客户贡献，但把客户信息放到平台上，担心被共享；
2. 生肖酒、普茅一瓶难求是社会现象。最近中央出台一系列金融政策，清理银行账户，钱流到哪儿，有一部分来追捧酒，来买茅台，这是正常的，每天就那么多发货量。希望继续保持发货速度。

经销商 4 (广西)

茅台酒的生产 and 市场需求相差甚远，中国中产阶级群体快速增长，现在中产阶级 1 个亿，起了推波助澜的作用，一套房子 1-2 千万，宝马奥迪都要排队购买，中国现在的市场需求，企业没有跟上供给。中国只有加快高端产品生产，现在没有一套办法，没有预期到。

生肖酒的问题很复杂，首先肯定是有资本介入，茅台的保值空间大。其次生肖酒有品质优势和历史沉淀，类比陈年茅台的价格也比较高。个人看法，12 年后攒齐一套，卖个 10-15 万没有问题，中国的需求多，葵花牌茅台现在能卖到 20-30 万，市场是起决定性因素。

茅台生产周期 5 年，短期增加供给较难。3 月淡季已经出现供求不平衡情况，担心中秋旺季供需差更大。

1. 建议控制茅台价格，市场疯涨超出了合理定价，影响核心竞争力，伤害了诚信形象。
2. 建议控制与其他名酒之间的差价。
3. 防止资本进入市场炒作，短期炒作最终损害的是厂家和经销商的利益。

经销商 5 (西安)

过去糖酒会大家都是在想怎么赚钱，今年的会议都是在讨论怎么少赚钱。茅台经销商 3000 多家，经销商要忠于茅台，为公司利益着想。

1. 市场的问题，让市场自己解决，建议少打压。
2. 公司要引导经销商理性经营，但是不要用行政手段进行打压。

经销商 6

经过这么多年的努力，现在终于好过了，销售的增量是几何式的增长，供应是个位数的增长，这是当前的难题，不知道如何解决。

1. 追求稳步增长，呼吁经销商不要囤酒。
2. 建议公司进行生肖酒代理商库存调查，严格抓库存，而不是扩产，将生肖酒真正的销售到市场上去。
3. 经销商要正面的宣传自己，天天 315，要让消费者知道经销商和茅台是紧密结合的，要让消费者知道怎么打假。

一句话形容，马儿慢点跑，但要稳得住。

经销商 7 (哈尔滨)

茅台价格不断上涨的因素：

第一，品牌优势越来越明显，品牌差距越来越大；

第二，茅台品质是过硬的；

第三，酱香型消费人员在逐渐扩大；

第四，产量有限，今年也就 2.68 万吨的供应；

第五，小康家庭快速上升。

社会总有一些热钱，政府总说打压房价，银行利息低，茅台升值，很多钱也进来，导致缺货涨价。经销商不能骄傲，不能囤货抬价。

1. 当前经销商利润合理，消费者对于价格也能接受，继续涨价不利于发展。

2. 经销商要为千亿销量做好工作。

经销商 8（贵州）

去年在马总的带领下去河南参观，今年开始贵州很多经销商开始注重茅台文化的宣传。由于贵州是原产地，酒厂发货总是先满足外地市场的需求。目前来看，贵州的库房已经空了很久，我们很久没有提到货了。价格在 1200 以下，没有涨太多。贵州经销商会来了几十个人，在这里表态，要做好茅台文化的宣传和产品营销。

经销商 9（广东）

1. 大家对茅台的投资属性有误解，消费者现在是在存新酒，喝老酒，茅台不应该引导消费者用自己的资产去储存茅台，这只会带来社会库存风险。

2. 强调实用价值，而不是增值空间。

3. 对长期消费茅台的大客户进行数据分析，做了这么多年的团购客户，知不知道客户有几个小孩，什么时候生日？要把小事做好，抵御市场波动，做成一辈子传世的事业。

经销商 10（河北）

1. 希望价格维持稳定，保持一段时间。

2. 希望茅台帮助经销商，提供品鉴酒维护客户关系。

经销商 11（上海）

行情上行时，要保持状态，紧平衡、价格稳定、消费者能享受到。

1. 保护市场状态，持续开品鉴会，打假，不囤积，主动维护价格；

2. 做基础数据的梳理，将零售户分类。从历史数据出发，对真实销售数据进行判断终端需求，加强终端计划行为和落实，从而保证相对的供应，维持价格体系的稳定。

3. 确立重点渠道的数据收集工作，对每个月的销存数据进行收集，利于管控。

4. 希望茅台继续落实市场考核体制。

经销商 12（浙江）

公司非常重视文化宣传工作，在西溪湿地搞了个品鉴馆，有展厅、品鉴、书画等功能。

客户并不了解茅台为什么好，要让茅台走出去，客户请进来。

提供多样化服务，建议重点客户错峰购买，还提供增值回购服务。

经销商 13 (天津)

1. 希望厂里不要太过干涉市场价格
2. 因为生肖酒给的不多，接待领导和应急储备都会使得最终销售给市场的量不多。

经销商 14

1. 茅台价格上涨是健康的，投资收藏属性是一直存在的，不能放弃其投资属性
2. 飞天茅台的上涨，才带动了其他产品的价格上涨，建议加大飞天茅台产能，维持价格在 1200-1300 元之间，维持市场健康。

经销商 15 (北京)

1. 要做整个渠道，利用现有渠道开发新的渠道，之前负责夜场，着力打开茅台鸡尾酒市场；
2. 建立 500 平茅台体验馆，引导消费者喝茅台；
3. 努力保证北京市场价格稳定，去年挣了很多钱，但要真真正正做事。

经销商 16 (广州)

1. 未来是供需不平衡，羊和马是过去式，涨就涨，跌就跌，重要的是普通飞天保持批发价在 1000 元左右较为合理
2. 13 年入行，16 年终于见到行情了，要有居安思危的心态。
3. 消费者层面，希望他们把我们看做茅台的代表，体现好的茅台形象。

经销商 17 (甘肃)

1. 企业和各省区的当地文化结合起来进行文化推广，甘肃敦煌文化就和飞天是联系的。
2. 茅台文化体验中心在广东和河南已成立，建议领导推广。
3. 茅台全国经销商队伍庞大，价格竞争大，数据共享的难度较大，要循序渐进。
4. 建议生肖酒网络扁平化，给每个经销商发货平均一些。

经销商 18 (江苏)

当前的形势下，价格有恶意炒作的因素，严重背离市场规律，价格多少合适，我认为 1100 是可以的，现在市场是太贪婪了，投机的人大有人在，建议：

1. 公司尽快出台详细的市场调控方案，规范经销商行为。之前酒放在专卖店里，只要放，就有人去买，总是那几个人买（是买走囤了），这里有很大危机；不要忘记当年竞争对手五粮液，当年 2 瓶五粮液等于 3 瓶茅台，做了很多艰苦的工作，超越了五粮液，如果未来 1 瓶茅台对应 2-3 瓶五粮液，会是什么情况？
2. 随着市场回暖，假酒也在盛行，打假任重道远；
2. 响应茅台号召，组建联营公司，希望出更细节的规范。

经销商 19

1. 既保持品牌稀缺性，也要让百姓喝的起。1199-1299 都是老板性能接受的，老经销商都认为不能超过 1300，让市场能接受。
2. 适当调整供给，目前市场上的零售门店卖酒的时候有些吃紧。

3. 建立茅台体验店。

经销商 20 (西安)

价格要当成战略问题来管，否则会失去市场。08-12 年价格一路飙升，结果导致国家不允许茅台进入国家宴会，税务局开始大力严查茅台经销商，造成 13 年开始茅台酒一路下滑。目前来说，1100-1300 的基础是非常合适的，上一轮周期我没有超过 1519，目前我们没有超过 1159。

经销商 21 (内蒙古)

1. 内蒙古的价格一直在跟着外围省市价格在走，整体价位稳定。
2. 年前市场旺盛，由于春节厂商的产量和包装各种因素，客户打款都很早，答应别人的货，年后马上进行了兑付。一定程度上导致年后淡季存在无货可卖的现象。现在 2 月份也就到了一批，已经有小一个月没货了。
3. 内蒙古的量不大，总共加起来 100 多吨。本身是能源型自治区，煤炭钢铁发展势头强劲，导致这几年高端酒市场需求较大，需大于供。
4. 最终希望厂商给出指导性意见，或是强制性措施来调控市场。猴年 2700，鸡年一直往上，这是开始透支茅台品牌了。

经销商 22 (吉林)

1. 保芳书记讲话，个人理解是营销方式的调整，在市场管控上下功夫，打造品牌诚信，我们都要做好，义不容辞。
2. 国酒文化体验馆要建，有精神诉求，厚重有魅力，传承好文化，在文化传承上下功夫，特别是酒文化。

经销商 23 (河南)

1. 想做一个茅台俱乐部，不知道怎么做，希望公司提意见给支持。
2. 现在的价格体系，是正常合理的
3. 茅台个性化东西太少了，有很多生日/寿宴，要对个性化产品开发分类。

二、厂商反馈环节

李贤富 (茅台集团销售公司党委书记)

2017 年，我们对茅台酒营销工作紧紧围绕精细管理、精准营销、精致服务的目标，推行了一系列新招。集团公司领导非常关注市场反映，李保芳书记近期调研了河南、云南市场，对当前工作进行了重要指示。

当前局势，市场有三个利好：

一是全国小康的加快将带来新的市场空间；二是白酒消费的升级将带来更多的市场机遇；三是国内白酒行业整体复苏将带来新的增长。

从茅台层面看，有三个关键：

一是茅台无淡季，市场需求旺盛，供需矛盾仍然突出；二是市场平衡，茅台市场和价格不会出现大幅波动；三是品牌品质好。

在市场管理上，最重要的是如何保持市场健康发展，防止价格过快上涨。

坚持三个原则不动摇：

一是尊重市场，充分发挥市场配置资源的作用，但不是放任不管。二是严控价格，不提倡过度涨价。既要给足经销商合理利润空间，也要维持老百姓的合理价格区间。三是科学平衡，用计划调节的方式来适应市场变化。

茅台没有必要给自己设定一个特殊的消费群体，而更应该研究消费趋势，适应消费变化。做好品牌，品牌是企业的核心竞争力。坚守品质，品质是茅台酒的命根子。做大单品，大单品对茅台而言，是真正的收入支柱。统筹市场，既要卖好茅台酒，也要做好系列酒。谨守职责，致力于办好经销商之家，做好市场。

保芳书记在云南调研市场中提出：茅台不允许有特殊的经销商，要加强基础工作，夯实市场基础。

窦廷高(茅台电视台台长)

向大家汇报一下电视台的基本情况。我们电视台现在有两个频道、一个广播节目覆盖全省。广播节目以 602 分获得全省第一，第二名是黔南州台（375 分），第三名是安顺台（345 分）。我们的节目有国酒新闻（20 分钟）、茅台故事、国酒财经等。

希望各位经销商多关注公司节目，了解公司信息，并多提供反馈建议。按照公司对电视台的要求，我们现在每个季度都要安排三批记者到全国各地去采访报道，希望各位能够树立典型和榜样。第三点，希望各位在市场建设的同时务必重视文化建设。茅台文化是公司做大做强的道路，经销商在做文化体验馆的时候，有需求一定会做好配合服务。

茅台渠道分管副总

现在的茅台市场有点混乱和疯狂，有资本的原因、包装的原因，但更主要的原因，是经销商。现在多数经销商把酒买回去囤起来，不对外卖，造成现在市场产品的紧张。在此奉劝大家不要囤货，不要伤害消费者，没有消费者，什么产品都不值钱。我们实行区域经销，要满足区域的需求。公司是不愿意处罚任何一个经销商的，任何企业都是在制度下的自由，并不是没有规则的，一定要按照书记的讲话来说好产品销售的规划。

关于体验店，并不是所有经销商都有条件做，需要花挺大的资金投入。未来有规划方案（申请条件、申请流程）。

罗康（茅台集团销售公司副总）

虽然今天会上没有经销商提出，但是会前很多经销商都咨询了我关于红色之旅的问题。红色之旅去年我们开展了两个月的时间，取得了很好的效果。今年具体政策迟迟还没有出来，很多经销商在担心是不是现在形势好了，红色之旅政策会取消。我在这里代表马总给大家申明不会取消。马总的要求是红色之旅要比去年的标准更高，服务更周到，邀请的人更多。具体方案在 4 月初会出台。

马玉鹏（茅台集团销售公司总经理）

国酒要真正做市场，就必须懂行情。大家在春交会应该能够感受到今年市场的变动。结合大家的发言与当前茅台市场的情况，我想从以下三个方面和大家进行交流：

一、关于近期茅台酒的市场表现

从春节到现在，茅台酒的市场表现体现在一个字上：稳

一是公司的政策稳，去年经销大会我们发布了 10 项文件，这 10 项文件就是我们统筹安排今年工作的指导思想，政策出台我们就要认真的执行，而且要保证方向不能跑偏。稳，就是要求政策不能朝令夕改，也不能随意下行政命令干预市场。保芳书记在郑州的经销商糖酒会上特别强调：无论茅台酒的市场需求如何旺盛，我们也不会随意发文件，下政策干预市场，充分发挥市场配置资源的决定性作用，让市场说了算。当然，尊重市场绝对不是无为而治，听之任之，而是要采取更加有效的措施管好市场，管好价格。我们前期对云南、贵州等市场进行了大量的调研工作，也查找出了一些问题，我们要加大整改力度，有针对性的出台一些措施。

二是经销商的心态稳，表现出来就是市场信心更有底。我们的很多经销商在市场低迷的时候咬牙坚持过来，一方面体现了对茅台的感情，另一方面也体现了经销商的心态和市场表现是相辅相成的，你们的心态好，茅台的市场表现就强劲，反之亦然。但是需要提醒大家，市场低迷时要能咬牙坚持，市场回暖了也不能心浮气躁，仍然要顾全局，千万不要自毁城池。希望大家能够稳定心神，冷静思考，和公司一起推动茅台酒市场的稳定健康发展。

三是市场销售的稳。人民的生活水平增长，普通消费者的购买能力提高，消费理念发生变化，消费者对茅台的品牌、品质更加认可，这些变化直接转化成为了消费群体和市场空间的扩大。消费群体的增加推动了茅台酒市场供需关系的变化，表现在市场消费的方面就是社会对茅台产品的需求旺盛，产品处于供不应求的状态。公司库存和社会库存低，茅台价格有一定范围的波动是正常的，但是不会出现太大的波动。我们的库存，不管是总库还是中转库，库存数基本为零，并不是我们有货不发。

今年上半年，我们能提供的产品只能满足市场需求的 20%，下半年会好一点，50%。从我们目前的生产能力来说，缺货断货将会成为 2017 年的常态，请大家理解。春节前我们欠经销商 1200 多吨，春节后把欠货还了，但是又面临 2 月份的欠货。经销商要合理规划好销售。现在是按照打款时间排队开票，按开票时间排队发货，规定中间不能出现差错，为了保证经销商能够早日拿到货，我们 3 月开始已经不对外进行品牌销售。

二、当前营销工作中存在的问题

当前茅台产品的市场表现总体较稳，但是一些问题表现的比较突出。

一是产品价格方面的问题。我们对公司产品价格做了很多的工作，包括流通和终端、线上和线下、普通品种和特殊品种。也搜集了社会各方面反馈的信息。我们认为，当前产品价格的市场表现，和公司的指导思想是不相符的。我们一直强调茅台的价格要保持在合理的区间，我们要求经销商一不能急功近利赚黑钱，二不要追求暴利，只想赚大钱。三不要见利忘义，为炒作只顾个人利益。

今年公司管理重要工作为保持市场稳定：管理工作目标就是要保持市场健康发展，防止市场价格过快上涨，兼顾公司、消费者、经销商利益平等，我们不提倡不鼓励过度涨价，要让利给消费者，让消费者买得起，喝的起。我们建议茅台价格维持在合理水平。郑州会保芳书记上有说 1100、1200 也行，但最高不要超过 1300。1300 是我们的底线，指的是零售价不是团购价，一定不能超过这个价格。如果我们在销售过程中，发现有经销商超过这个价格，我们会进行相应处理，采取更严厉的措施。以前通常做法是经济处罚，今年将实行退出机制。我们这样做就是为了兼顾厂家、经销商、消费者三方利益。

生肖酒的价格问题。市场炒作，我们的经销商至少占其中 90%，我们希望大家严格按照公司指导价格进行销售。公司已安排相关人员对市场进行检查，如果发现经销商囤货，随意抬高价格，一律严惩不贷，劝其退出。

基础管理方面。去年公司提出精细管理、精准营销、精致服务，公司会从后台系统往市场管理方向延展，经销商基础管理一直是弱项，没有标准不成系统。今年要升级推广方式，不仅是厂商到经销商，还将拓展到经销商至消费者的一环，搭建起一整套包括管理、服务、指导、联系等战略管理体系，给大家建立一个标准。很多经销商申请建立体验店是一个好事，但首先要夯实基础管理，要把经销商专卖店打造成茅台文化产品宣传、形象标杆、客户服务场所，在此基础上再探讨体验店模式。很多经销商离这个标准还有很大差距，建议大家多学习。四月中旬首批由我带贵州经销商去河南学习标准化管理和文化体验馆，学习回来以后让贵州经销商有实质性变化。

现在市场形势有所好转，经销商不良思想有所抬头，一些经销商不拓展渠道，不宣传文化，销售靠炒，不静下心来做市场，这与公司发展理念背道而驰。我们倡导把渠道销售延伸到乡镇，做区域的销售要首先保证自己区域的消费，要保证老板姓喝上茅台酒，只要经销商都这样做，专卖店肯定有销量。公司下一步整顿经销商队伍，支持鼓励勤劳、有思想、有渠道的经销商，今后茅台资源向优秀经销商倾斜，下决心淘汰一批，以保证经销商队伍的质量。今年把云南作为重点整治的省份，希望其他省份不要被列入范围。

三、2017 年工作指导

一是建立联营公司，目前基本建立起来的联营公司在广东和广西。我们对广东广西的联营公司进行调研，听取了经销商的意见。成立联营公司的目的是要打造代表厂商和经销商利益的平台，出发点是实现“厂商共赢”，商是指参与进来的经销商。今后对与联营公司态度慎重，经历严格考察，只有大多经销商没有意见才会批准。在广东进行无记名投票，结果是满意占 92%，不满意 1 票，说明总的做的不错。

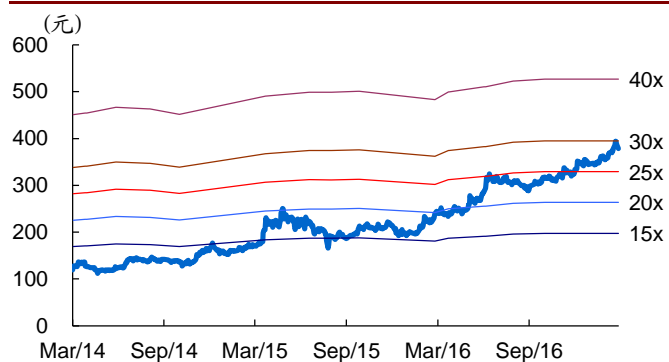
二是做好市场分析。今后销售公司每个月、每个季度都要定期召开市场分析会，将市场分析形成惯例和制度，希望经销商朋友积极参与进来。在做好市场分析的基础上，我们还有建立定期通报制度，定期通报市场情况、公司想法和政策。

三是强化文化宣传。去年公司的文化宣传做了大量工作，涉及经销商、消费者。百年老店传承门店在市场反响很大，公司提供展示自我的平台。今年具体要做的是对茅二代进行开班教育，从公司的层面提升大家。推荐销售微信公众号平台给经销商，及时了解公司的政策思路。

以上是今年的部分重要工作，销售公司的主要任务就是不折不扣的执行公司的基本方针和政策。希望经销商朋友能够一起同心同德，看清形势，凝聚共识，共同把市场秩序维护好，把经营政策贯彻好，把各项工作推动好。

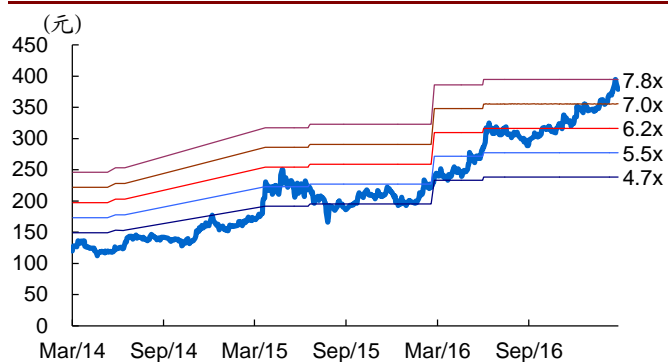
我相信，2017 年销售工作一定能共圆满完成，茅台的发展前景一定能够更加美好！

图 3: 贵州茅台历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 贵州茅台历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《贵州茅台（600519）—靓丽序幕已拉开，正向循环再加速》2017-03-05
- 2、《贵州茅台（600519）—预告给出指引，全年目标不变》2017-02-22
- 3、《贵州茅台（600519）—顶级的品牌，更好的明年》2016-12-30

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	47571	65005	80515	99254	119293
现金	27711	36801	50536	62861	75048
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1848	8579	797	479	577
应收款项	4	0	0	0	0
其它应收款	81	48	57	69	83
存货	14982	18013	26958	32942	40056
其他	2945	1563	2168	2903	3529
非流动资产	18302	21297	21288	21296	21318
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	10376	11416	11804	12167	12505
无形资产	3583	3582	3224	2902	2612
其他	4344	6299	6259	6227	6202
资产总计	65873	86301	101803	120550	140611
流动负债	10544	20052	26078	33402	39553
短期借款	63	0	0	0	0
应付账款	708	881	1232	1658	2016
预收账款	1476	8262	11551	15548	18905
其他	8298	10909	13296	16196	18632
长期负债	18	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	18	16	16	16	16
负债合计	10562	20067	26094	33417	39569
股本	1142	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	50913	61295	69649	79722	91986
少数股东权益	1881	2308	3429	4780	6424
归属于母公司所有者权益	53430	63926	72280	82353	94617
负债及权益合计	65873	86301	101803	120550	140611

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	12633	17436	23279	23584	25636
净利润		15503	16707	20143	24526
折旧摊销		0	1209	1192	1178
财务费用		0	(9)	(11)	(14)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	4251	909	(1700)
其它		1933	1120	1351	1645
投资活动现金流	(4580)	(2049)	(1200)	(1200)	(1200)
资本支出		0	(1200)	(1200)	(1200)
其他投资		(2049)	0	0	0
筹资活动现金流	(5041)	(5588)	(8344)	(10059)	(12248)
借款变动		0	0	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(8353)	(10070)	(12262)
其他		(5588)	9	11	14
现金净增加额	3011	9800	13735	12325	12187

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	32217	33447	39844	47893	57697
营业成本	2339	2538	3549	4777	5808
营业税金及附加	2789	3449	5703	6711	8085
营业费用	1675	1485	1968	2318	2735
管理费用	3379	3813	4542	5076	5770
财务费用	(123)	(67)	(9)	(11)	(14)
资产减值损失	0	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	0	0	0
营业利润	22103	22159	23994	28896	35151
营业外收入	7	5	5	5	5
营业外支出	227	162	162	162	162
利润总额	21882	22002	23837	28739	34993
所得税	5613	5547	6009	7245	8822
净利润	16269	16455	17828	21494	26171
少数股东损益	920	952	1120	1351	1645
归属于母公司净利润	15350	15503	16707	20143	24526
EPS (元)	13.44	12.34	13.30	16.03	19.52

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	3.7%	3.8%	19.1%	20.2%	20.5%
营业利润	1.4%	0.3%	8.3%	20.4%	21.6%
净利润	1.4%	1.0%	7.8%	20.6%	21.8%
获利能力					
毛利率	92.7%	92.4%	91.1%	90.0%	89.9%
净利率	47.6%	46.4%	41.9%	42.1%	42.5%
ROE	28.7%	24.3%	23.1%	24.5%	25.9%
ROIC	29.5%	24.9%	23.7%	24.8%	26.0%
偿债能力					
资产负债率	16.0%	23.3%	25.6%	27.7%	28.1%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	3.2	3.1	3.0	3.0
速动比率	3.1	2.3	2.1	2.0	2.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转率	12296.6	14734.3	28334.9	84903.0	84990.0
应付帐款周转率	4.7	3.2	3.4	3.3	3.2
每股资料 (元)					
每股收益	13.44	12.34	13.30	16.03	19.52
每股经营现金	11.06	13.88	18.53	18.77	20.41
每股净资产	46.79	50.89	57.54	65.56	75.32
每股股利	4.37	6.17	6.65	8.02	9.76
估值比率					
PE	28.2	30.7	28.5	23.6	19.4
PB	8.1	7.4	6.6	5.8	5.0
EV/EBITDA	7.4	7.3	6.6	5.6	4.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。