

2017年09月11日

贵州茅台 (600519.SH)

市场旧思维低估公司新成长

■新零售昭示公司新成长，公司稳步迈入第三发展阶段，这将推动市场改变看待茅台的旧思维，我们认为应当用敬佩的眼光看待公司新周期当中创新的“锐度”。公司短期最重要的目标是平抑价格，采取的手段概括起来即“预期引导+放量+直卖终端消费者”，直卖终端消费者，主要采取了“经销商年度剩余计划量的30%必须通过茅台云商销售”等手段。通过茅台云商面向终端消费者销售茅台酒达到控价目的只是冰山一角，新零售才是茅台这一轮营销转型当中的核心关键词，通过茅台云商平台这一工具，可以重塑市场价格体系、掌控终端数据、了解消费行为、渠道考核管理、打造粉丝经济，而这每一项都是企业梦寐以求的。新零售本身也更好护航公司第三发展阶段——大数据营销，前两大发展阶段分别概括为品质营销、文化营销，茅台已然成为传统行业中有“锐度”的创新公司。

■对茅台短期和长期业绩增长的判断仍然有较为清晰的依据（产能）和较为可靠的逻辑（需求的持续增长），大的逻辑框架下，公司将长期是中国最优秀的消费品公司。基于基酒—成品酒关系，短期看，2017年茅台放量条件具备，按年度计划有15%+增量，也符合2016年底公司提出“2017年用更好成绩迎接党的十九大”，中长期看，茅台集团“十三五”有1000亿目标规划，同时茅台基酒总产能也将达到5.6万吨（较2016年的产量约3.9万吨，有40%的增幅）。基于实际需求的持续增长，我们认为公司将长期整体处于“产决定销”的良性通道，产品结构和渠道结构贡献额外增量，巨大的渠道利润将成为平滑业绩的重要资源。

■稳健增长+提高分红，支撑估值溢价。2011年以来公司平均分红率44%左右，2015-2016年公司分红率超过50%，2016年度股东大会公司表示未来分红率逐年提高。公司强大的盈利能力和优秀的现金流表现支撑分红率走高，如公司未来分红率达到80%，则2018年开始股息率将持续超过3%（假设股价600元计算）。

■北京8.28会议吹响三季度放量号角，3季报或超预期，2018-2019将再度回归紧俏。公司官微披露，公司于8月28日在北京召开茅台酒市场研讨会，会上披露8月15日起执行双节投放6200吨茅台酒（其中5600吨位普通飞天），据此测算那我们认为在全部确认情况下三季度收入最高增速可达到80%上下。

■投资建议：我们略上调公司2017年-2018年的每股收益至17.87元和22.67元，维持买入-A的投资评级，6个月目标价提高至590元，相当于2018年26倍的动态市盈率。

■风险提示：产量释放不足导致增长难以提速的风险，提价严重延后的风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	33,446.9	40,155.1	51,702.6	62,822.9	74,636.8
净利润	15,503.1	16,718.4	22,442.6	28,483.4	34,818.4
每股收益(元)	12.34	13.31	17.87	22.67	27.72
每股净资产(元)	50.89	58.03	66.28	76.93	89.68
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	38.4	35.6	26.6	20.9	17.1
市净率(倍)	9.3	8.2	7.2	6.2	5.3
净利润率	46.4%	41.6%	43.4%	45.3%	46.7%
净资产收益率	24.3%	22.9%	27.0%	29.5%	30.9%
股息收益率	1.3%	1.4%	2.0%	2.5%	3.2%
ROIC	61.8%	64.7%	342.0%	186.3%	186.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司分析

证券研究报告

白酒

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：590.00元
股价(2017-09-11) 478.32元

交易数据

总市值(百万元)	595,902.55
流通市值(百万元)	595,902.55
总股本(百万股)	1,256.20
流通股本(百万股)	1,256.20
12个月价格区间	288.41/499.83元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.53	-2.84	48.32
绝对收益	-3.36	3.71	57.62

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

贵州茅台：增量控价备战旺季，促行业慢牛长牛/苏斌	2017-08-07
贵州茅台：需求强劲，业绩释放水到渠成/苏斌	2017-07-28
贵州茅台：消费税迷雾如期消散，全年盈利增速预测上调/苏斌	2017-04-24
贵州茅台：消费税迷雾年内消散，民族蓝筹市值空间看好/苏斌	2017-04-16
贵州茅台：解读李保芳最新讲话：预期引导和调控手段俱佳/苏斌	2017-03-05

内容目录

1. 茅台云商 2.0 全面启动，新零售航母浮出水面	3
1.1. 消费者结构转型之后是营销模式转型升级.....	3
1.2. 价格管控的迫切需求加速茅台云商全面上线.....	3
1.3. 茅台云商 2.0，营销转型升级的重要工具，新零售内核.....	4
1.4. 专卖店——1,500 余家，未来将加强构建以其为主的渠道体系.....	6
1.5. 茅台云商销售或达 700 亿数量级，“新零售”航母隐现.....	7
2. 1,299 元价格，茅台夯实第二个放量平台	7
2.1. 均衡价格上移，站稳 1,299，茅台从容放量.....	7
2.2. 1,299 价格已失真，短期实际接受度已在 1,500 元以上.....	8
3. 淡化“批价”旧思维，展望茅台新高度	10
3.1. 终端价失真，需求稳步提升，供给 2018 回归紧张.....	10
3.1. 提价逻辑仍成立，2018 具备时间窗口.....	10
4. 茅台是中国最优秀的消费品公司之一，溢价应该来自多方面	10
4.1. 接近“完美”的基本面，进入新周期后抗风险能力增强.....	10
4.2. 极强的盈利能力和保障盈利能力的宽阔护城河.....	11
4.3. 创新能力和可能带来的惊喜.....	11
4.4. 逐步提高的分红率和逐渐有吸引力的股息率.....	12
5. 第三季度有望大幅增长超预期	12
6. 投资建议	14
7. 风险提示	14

图表目录

图 1: 53° 茅台酒三价情况——今年以来批价快速上涨.....	3
图 2: 茅台云商将厂家、经销商、消费者互动起来.....	4
图 3: 茅台云商的功用.....	5
图 4: 茅台云商的功用.....	5
图 5: 茅台云商的功用.....	6
图 6: 茅台云商 2.0 的七大功能.....	6
图 6: 茅台需求多样性.....	8
图 8: 茅台酒厂加快了投放节奏.....	9
图 8: 经销商剩余计划的 30% 投放云商平台仍然供不应求.....	9
图 10: 茅台酒基酒产量变化图.....	10
图 11: 富裕人群的增长，为高端消费增长夯实基础.....	11
图 11: 公司极强的盈利能力.....	11
图 12: 茅台分红率情况.....	12
图 14: 2016 年 3Q 报表数偏低，累积预收款.....	13
图 15: 公司预收款高速累积过程基本结束.....	13
表 1: 茅台云商将长期发挥作用，助力公司营销转型升级.....	3

1. 茅台云商 2.0 全面启动，新零售航母浮出水面

1.1. 消费者结构转型之后是营销模式转型升级

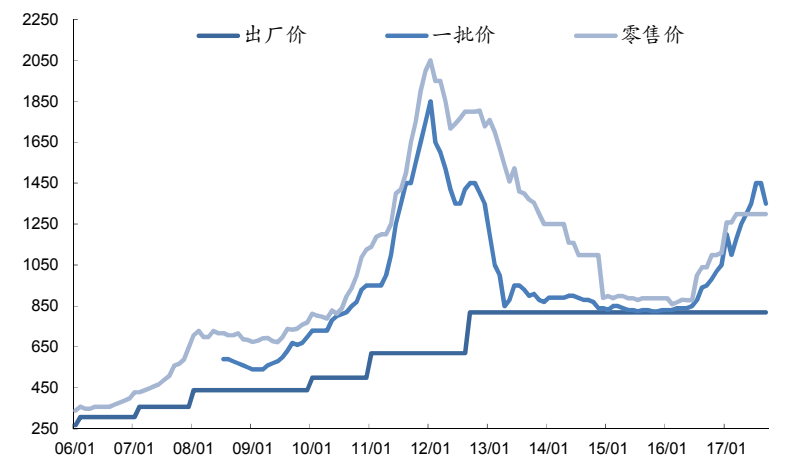
2012 年以来，白酒行业整体进入了深度调整期，在厂商的共同努力下，公司沉着应对市场挑战，随着市场转好，公司成功实现了消费结构的转型，即政务公款消费基本退出，社会消费崛起。大众消费潜力不断释放，茅台酒的消费场景逐渐拓展，大众消费持续升级，以中产阶层为主的消费结构正逐步形成，茅台酒市场空间重新不断扩大，茅台酒又步入了新的上升通道，2016 年以来，茅台酒量价齐升，迎来了新一轮的发展时期。

“消费场景的丰富、消费结构的平衡、消费渠道的重塑”成为茅台持续消费升级的三大挑战。通过几年的努力，公司已经基本实现了消费群体的结构型转型，大众消费市场已经打开，消费需求大幅增加、消费潜力持续扩大，但公司营销模式尚未进行有效的升级，还在依赖于传统营销手段、方式和思维，对新理念、新技术的应用尚不广泛，对消费者行为的研究尚不深入，对消费者画像的勾勒尚不清晰（茅台的消费群体也呈现出年轻化的趋势，80 后 90 后开始加入），对消费者购买心理的分析尚不精准，营销政策制定和实施滞后、被动的情况依然存在，市场管理和营销服务亟待转型和升级，正是这样的背景下，茅台云商平台应运而生。

1.2. 价格管控的迫切需求加速茅台云商全面上线

2016 年下半年以来，茅台酒实际批价整体快速上行，一度近 1500 元/瓶，较上年同期的 880 元同比涨幅近 90%，引起了舆情的极大反弹，引起了高层的关注，引起了公司的警觉，从讲政治和防范风险高度，公司多角度引导价格回归理性，但单一手段效果有限，“预期引导+放量+精准销售”组合拳方能起效，茅台云商承担价格引导和精准销售职能，因此，价格管控的迫切需要加速了茅台云商的全面上线。

图 1：53° 茅台酒三价情况——今年以来批价快速上涨



资料来源：wind，安信证券研究中心整理

表 1：茅台云商将长期发挥作用，助力公司营销转型升级

短期	具体	长期	具体
放量	双节放量，2018 年适度增加计划	渠道转型升级	专卖店主渠道加强建设；强化规范化管理持续推进和完善！重塑市场价格体系、掌控终端数据、了解消费行为、渠道考核管理、打造粉丝经济
茅台云商	剩余计划 30% 茅台云商销售	茅台云商	
改变经销商/市场预期	讲政治高度，持续控价不放松；投放量的调节力较大	大数据营销/管理	精准营销/规范化管理

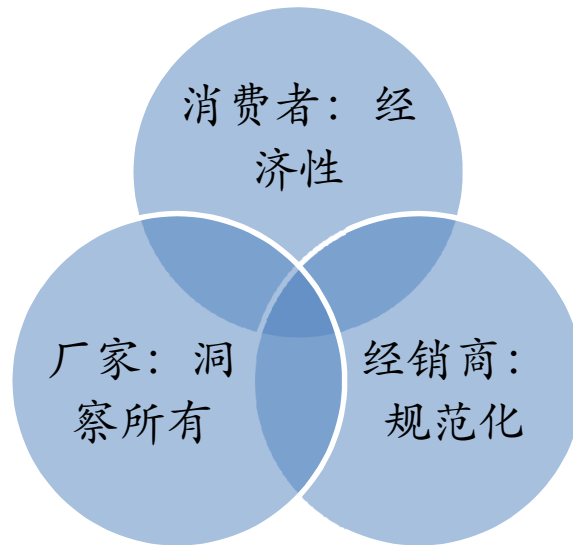
资料来源：安信证券研究中心分析整理

控价对茅台而言是短期最重要的工作。2017 年下半年茅台酒市场管控将继续坚持“控价、治乱、建稳”的市场管理思路，控价只是手段，不是目的。控价是为了将不讲原则，不讲诚信的害群之马清理出去，使茅台酒价格保持在合理区间，维护企业经销商消费者共同的长远利益。治乱，是为了打击囤货惜售等牟取暴利的行为，让市场秩序能够健康稳定，使终端消费者能够买到茅台酒。建稳的目的是为了实现渠道短平化，让消费者直面茅台，最终达到茅台酒销售模式的升级转型。在短期实现控价目标当中，茅台云商将发挥重要作用，从长期看，茅台云商必然是公司营销升级的重要工具。

1.3. 茅台云商 2.0，营销转型升级的重要工具，新零售内核

控价新手段只是茅台云商的冰山一角，新零售昭示公司新成长，公司稳步迈入第三发展阶段，这将推动市场改变看待茅台的旧思维，我们认为应当用敬佩的眼光看待公司新周期当中的“锐度”。公司短期最重要的目标是平抑价格，采取的手段概括起来即“预期引导+放量+直卖终端消费者”，直卖终端消费者，主要采取了“经销商年度剩余计划量的 30% 必须通过茅台云商销售”。通过茅台云商面向终端消费者销售茅台酒达到控价目的只是茅台云商对公司意义的冰山一角，新零售才是茅台这一轮营销转型当中的核心关键词，通过茅台云商平台这一工具，可以重塑市场价格体系、掌控终端数据、了解消费行为、渠道考核管理、打造粉丝经济，而这每一项都是企业梦寐以求的。新零售本身也更好护航公司第三发展阶段——大数据营销，前两大发展阶段分别为品质营销、文化营销。

图 2：茅台云商将厂家、经销商、消费者互动起来



资料来源：安信证券研究中心分析整理

2016 年 6 月，茅台云商正式运营。2016 年 12 月 茅台云商 App 上线服务网点 700 余家，注册会员突破 18 万，交易额突破 26 亿元。截至目前茅台云商累计交易 40 亿，25 万的客户网上交易，每天 5,000 个订单，每天最高交易额达到 8,000 万。

从酒业家报道的贵州茅台销售公司董事长王崇琳在贵州酒博会上的专题发言，我们可以看到公司对茅台云商的说明和期待。

“茅台云商平台是茅台主导开发，运用物联网和大数据思维进行撮合交易、客户分析、互动营销的工具。而今天，茅台云商全新上线是在总结近两年来平台运营经验的基础上，把握当下茅台酒与消费者对话不断深入的机遇，进行的改良和推广。今天的茅台云商将更深入的运用物联网和大数据思维，更有效的融合线上线下渠道进行撮合交易；更精准的与消费者进行对话和互动。让消费者在线上支付与线下体验产生协同效应；实施线上线下销售、配送、服务

互动一体化的快速覆盖，努力实现线上支付与线下体验的无缝衔接，建立从实体店到数字店的全渠道销售的方式，促进云商平台与传统渠道的融合升级，最终要实现厂家、经销商共同走出经营管理的传统性思维，让“新营销、新零售”的线上线下交互购物成为茅台今后和未来的主流趋势，开创“新营销、新零售”营销格局。

当前茅台云商平台 2.0，正在成为茅台面对消费升级的重要利器，是茅台实现营销转型的重要工具。具体来讲，茅台云商的全新上线会给消费者、经销商、厂家带来实实在在的变化。对于消费者，通过茅台云商将能获得前所未有的购物体验，既能享受到网上购物的便利和乐趣，又能获得线下网点的体验与服务，以及享受会员服务。只需手机打开 app，消费者就近找到经销商/专卖店，可以自主选择自提或其他配送方式，还可以了解茅台文化。未来，还可以实现粉丝之间的互动交流、真假防伪识别、老酒交易、众筹、消费金融等增值服务。

对于经销商而言，可以实时了解业务进展的状况，开票、发货、货物配送都能一目了然，优化门店管理和增强服务水平。只需要手机，可以实现进货，通过手机扫码入库、扫码出库；通过手机上办理销售，进行内部经营管理；通过手机可以实现推单，低成本开始推广活动、多样化开展促销活动；通过手机与厂家及时交流，反馈市场信息。

对于茅台而言，通过运用大数据技术，面对消费升级，更加便利的布局消费场景、消费结构、消费渠道，实现营销再造。通过茅台云商平台这一工具，可以重塑市场价格体系、掌控终端数据、了解消费行为、渠道考核管理、打造粉丝经济。

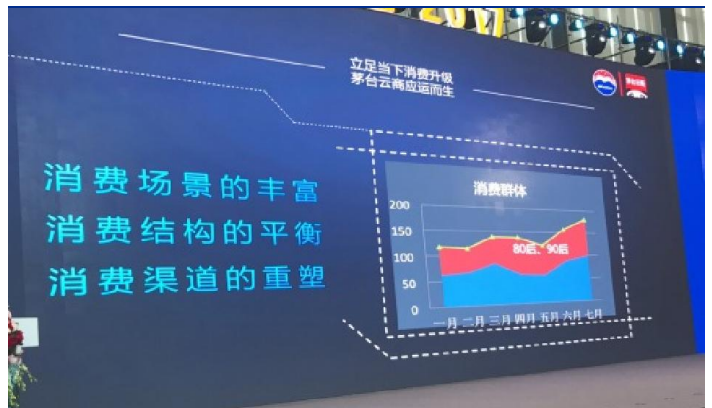
茅台公司在传统行业，但走在前列，敢于探索，率先联动线上线下，将 2,800 余家经销商纳入茅台云商平台，全面链接大众市场。茅台酒的大众消费转型，是长远布局的，是坚定不移的。”

图 3：茅台云商的功用



资料来源：酒业家报道，安信证券研究中心

图 4：茅台云商的功用



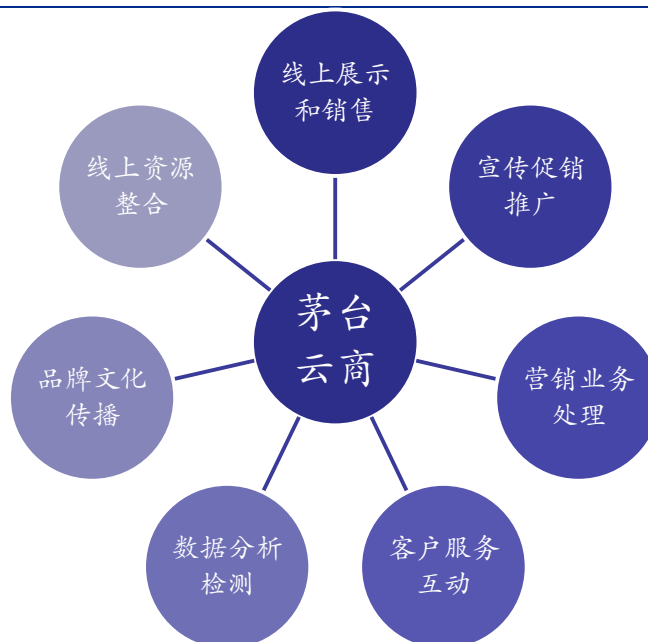
资料来源：酒业家报道，安信证券研究中心

图 5：茅台云商的功用



资料来源：酒业家报道，安信证券研究中心

图 6：茅台云商 2.0 的七大功能



资料来源：公司酒博会讲话微酒报道，安信证券研究中心整理

1.4. 专卖店——1,500 余家，未来将加强构建以其为主的渠道体系

公司销售网络当中专卖店数量不断增加。截止 2016 年底，茅台国内经销商客户 2,331 家（含国际，则合计 2,416 家），较上年继续增加 6% 左右，茅台经销商数量增加，意味着茅台景气，经销商资源继续扩大。至 2017 年三季度，我们估计公司经销商数量约在 2,800 家左右。

目前公司专卖店数量约 1,500-1,600 家左右，还将继续增加。在茅台经销商体系当中，专卖店的重要性愈发凸显。

在短期控价优先目标当中，专卖店承担直面终端消费者销售的重要角色。

在最新《微酒》全文报道的 8.28 茅台酒市场研讨会当中，公司对如何实施茅台酒价格管控提出了：1) 遵循短期治理和长期规范相结合；2) 强制措施与市场建设相结合；3) 紧急控制与常态管理相结合的三大原则。从长期规范市场建设方面，公司对茅台专卖店建设也给予

厚望，要求专卖店和经销商要做好以下工作：

第一，全面推进线上线下工作，加快营销模式升级转型。深入推进和实施茅台云商战略，实现线上线下销售配送，服务一体化。促进云商平台与传统渠道一起升级。

第二，全力加强主渠道建设，引导辅助渠道规范经营。专卖店不仅仅是公司直接合作的商业伙伴，更是茅台终端消费者品牌，我们必须把专卖店打造成为茅台酒销售主渠道，打造成以用户服务的主平台，打造为茅台文化传播主阵地，打造为零售服务的新典范。全面加强主渠道市场能力，客户服务能力，传播能力。全力提升经营能力，优化服务水平。在此基础上我们还会选择有代表性的商超和电商以及连锁酒店等渠道，建立稳定的分销体系，引导渠道销售向健康有序发展。

第三，增强与消费者的服务体验，提高对客户购买行为的分析能力。助推茅台精准营销和大数据营销。

第四，科学分配销售计划，保障各渠道有酒销售。国庆、中秋计划投放量为 5600 吨普通茅台酒，600 吨其它规格茅台酒，8 月 15 日已经开始有序推进。同时公司将适度增加 2018 年的计划，并将在今年年底实施提前执行下一年计划投放市场的工作，以缓解市场的供需矛盾。

第五，做好文化传播，讲好茅台文化。专卖店和经销商必须坚持销售与文化并行，着力塑造茅台文化，宣导茅台文化，丰富茅台文化。

解决渠道性问题，公司必须坚持构建以专卖店为主和特约经销商直销、团购、商超、电商为辅的网络，升级专卖店主渠道功能建设。

专卖店为主的渠道体系+茅台云商，构成了茅台新零售的核心。

1.5. 茅台云商销售或达 700 亿数量级，“新零售”航母隐现

假设从 2017 下半年 30%茅台酒从茅台云商进行销售，2018 年以后继续成为常态，则预计 2017 年茅台云商的销售额可达到 110 亿元这一数量级（简易计算 14,000 吨*0.3*2000 瓶/吨*1299 元/瓶），预计 2018 年则可能达到 230 亿这一数量级，假设未来按 2020 年 5.6 万吨基酒简单计算，茅台云商的销售额可达到 350 亿数量级（不考虑提价，56,000 吨*0.8*0.3*2000 瓶/吨*1299 元/瓶），如果按 60%通过新零售模式销售（未来公司渠道短平化，茅台云商的作用持续增强，销售比例提升完全可期），预计则可达到 700 亿数量级。

2. 1,299 元价格，茅台夯实第二个放量平台

2.1. 均衡价格上移，站稳 1,299，茅台从容放量

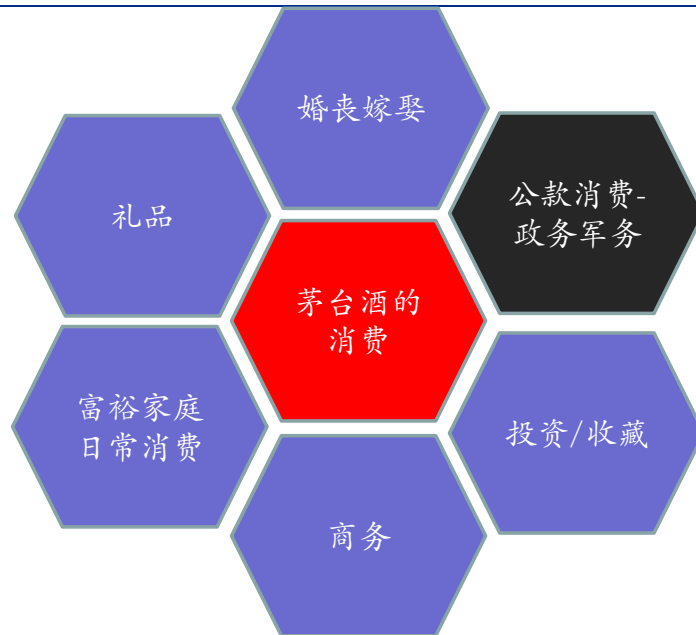
2013-2016 年，茅台夯实了 830-850 这一放量价格平台。2012 年反腐和限制三公消费以后，高端白酒消费断崖式下跌，原因是政务消费急剧萎缩，茅台酒价格也一路下跌指接近出厂价附近。而这一过程中，公司普通飞天茅台酒投放量持续放大，导致茅台酒价格持续低位徘徊。但也在这一过程中，大众需求起势，茅台酒销量在 2016 年达到 2.3 万吨，较 2012 年大幅提升，在高端白酒份额迅速扩张，销量占比超过 50%。

2016 年下半年，茅台酒价格重拾升势，约一年时间，茅台酒批价从 850 元上升至 1,500 元上下，升幅近一倍。我们认为核心原因是消费升级，茅台消费进入新常态，在价格预期上涨情况下，金融投资品属性放大，这也是茅台作为白酒第一品牌且同时具有较强稀缺性特质所决定的。

公司对普通飞天的价格指引为：对主要终端的批价 1,199 元，零售价 1,299 元。我们认为这

将是茅台夯实的第二个放量价格平台。该价格有低估，但对茅台而言，能够健康放量，同时能够保障其报表增长。

图 7：茅台需求多样性



资料来源：安信证券研究中心分析整理

2.2. 1,299 价格已失真，短期实际接受度已在 1,500 元以上

当前 1,299 元的指导价格是“四方共赢”的价格。四方是指：厂家政治正确且报表无损，经销商利润丰厚，消费者实惠（较近期高点的 1,500-1,600 元左右已经便宜 200-300 元），政府满意。

但我们认为，1,299 价格已经失真，属于强力管控下的价格，而且该价格下的交易量仅占 8 月中旬以后市场投放量的 30%，平均成交价格仍高于 1,299 元。

从前期价格上涨的市场承接情况分析，我们认为在 1,500 左右的价格下，消费挤出效应仍不十分明显，但投资收藏需求放大是事实，这也是茅台酒区别于其他品牌白酒所在——茅台酒的投资收藏价值更突出。如果在量紧价稳（类似于投资者眼中的“长牛慢牛”概念）背景下，在无强外力作用下（前期茅台价格持续上行，使得舆情沸腾，政府对茅台价格关注度加大，中纪委掀起“自查公款消费高端白酒风暴”），则预计茅台酒价格可以走的更高。

当前茅台酒批价有所回落，我们调研经销商反馈，茅台酒批价短期运行区间在 1300-1400 之间。

该价格是在几个条件下实现的：

- 1)、强力引导预期：双节投放量“巨幅”加大，适度提高 2018 计划量，或提前执行 2018 计划；
- 2)、加大违规处罚力度，提升威慑力：近期有再度处罚一批经销商，并直接取消了若干经销商的经销合同；
- 3)、要求云商平台投放，终端供应量增加。

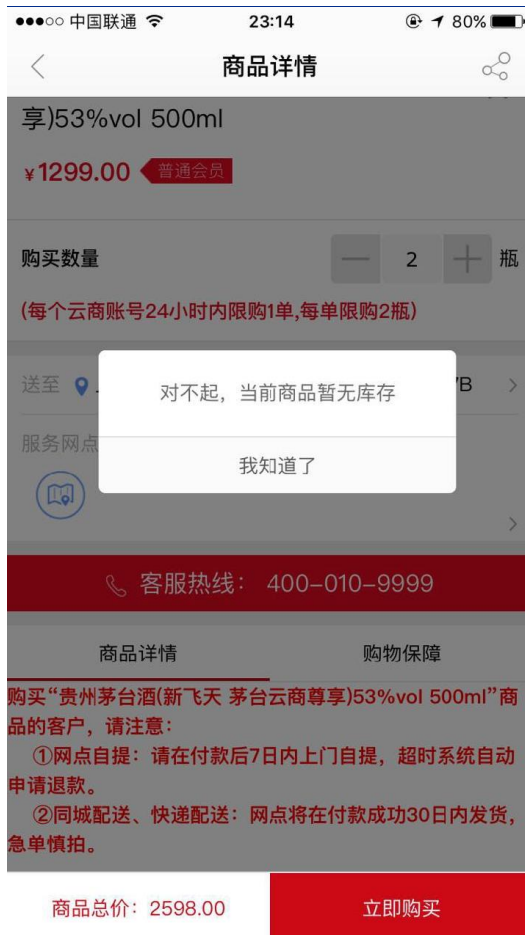
我们认为未来第 1) 条会减弱，原因是短期高强度投放不具有持续性，2018 年茅台酒供给仍旧回归紧张；其他两条仍可从严执行，因此未来茅台酒价格站稳 1,299 之后，继续向上的概率更高。

图 8：茅台酒厂加快了投放节奏



资料来源：经销商提供，安信证券研究中心整理

图 9：经销商剩余计划的 30%投放云商平台仍然供不应求



资料来源：茅台云商，安信证券研究中心整理

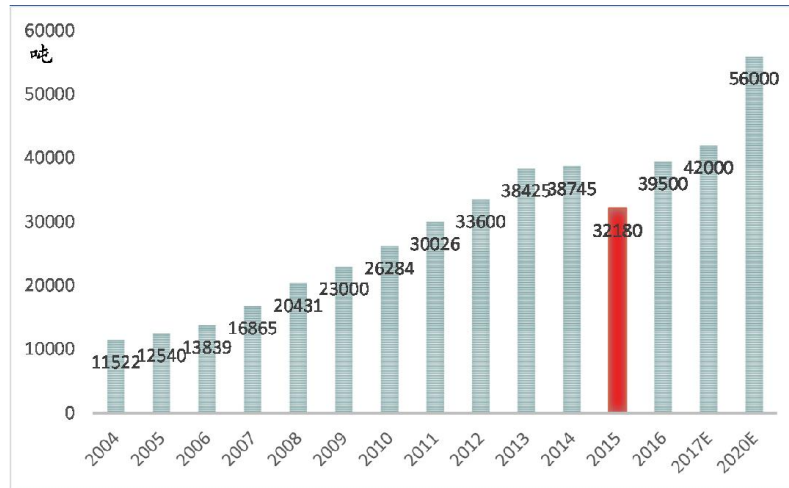
3. 淡化“批价”旧思维，展望茅台新高度

3.1. 终端价失真，需求稳步提升，供给 2018 回归紧张

一般情况下，茅台批价是评断茅台酒供需关系的关键同步指标，但随着公司强势要求剩余计划 30% 导入茅台云商平台销售，终端价格回落明显，使得批价同步回落，从 1500 左右回落到目前 1300-1400 之间。如果按照“盯批价”的旧思维，则对茅台酒的景气产生动摇，对茅台酒的供需发生误判。而实际情况是，在 1,299 的零售指导价下，茅台酒需求十分强劲，投放量消化顺畅。

2018-2019 年茅台酒供应回归紧张。从基酒-成品酒关系的历史分析来看，茅台酒基酒和成品酒有工艺决定的关联，2013 年基酒同 2014 年基酒产量基本接近，意味着 2018 年可供销售茅台成品酒产量同 2017 年相比增幅不大，而由于 2015 年茅台酒基酒产量大幅下滑，则 2019 年茅台成品酒产量较 2017、2018 年都要少。

图 10：茅台酒基酒产量变化图



资料来源：茅台年鉴，安信证券研究中心整理

3.1. 提价逻辑仍成立，2018 具备时间窗口

2017 年，在 1299 元基础上，茅台的需求超过供给；由于富裕人群的增加，财富的积累，习惯性消费（除政务，且投资收藏需求反弹）的养成，预计 2018 年茅台的需求将继续超过供给，2017 年双节期间价格实现迅速回落的三个条件在 2018 年则不完全具备，尤其是条件 1)，即为达目标短期集中投放巨量。因此，我们认为在“十九大”顺利召开之后，舆情降温之后，茅台酒公款消费未反弹定性之后，公司将在“中长期仍供不应求”的判断下尊重市场，提高出厂价，2018 年是具备提价时间窗口的。

4. 茅台是中国最优秀的消费品公司之一，溢价应该来自多方面

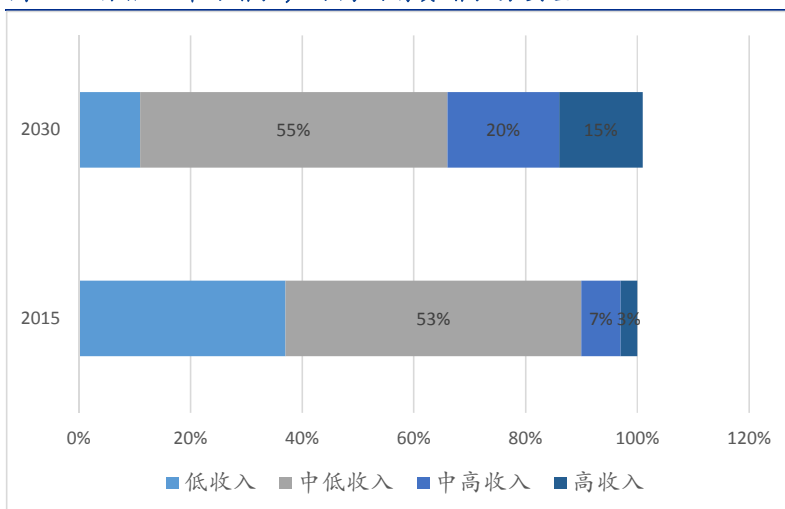
4.1. 接近“完美”的基本面，进入新周期后抗风险能力增强

茅台的商业模式，是将品牌的力量发挥到极致，从而用常见的原料转变成附加值最高的产品，持续获得超额收益。

2012 年反腐和限制三公消费是行业进入调整期，从调整期走出来，茅台的消费结构发生转变，进入大众消费新周期。分解茅台消费构成，商务和个人及家庭消费占主导，受政策外力影响减弱，而从历史上白酒大级别调整均是政策外力作用导致（加税和限制公款消费）。在

消费结构转变之后，公司迅速推进渠道结构调整和营销模式转型升级。我们认为公司的抗风险能力得到增强。

图 11：富裕人群的增长，为高端消费增长夯实基础



资料来源：《经济学人智库》，安信证券研究中心

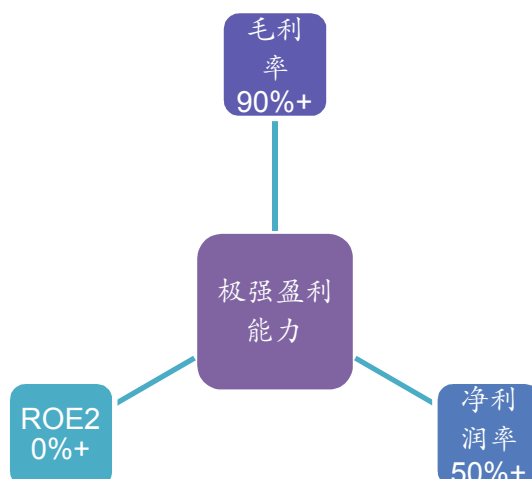
注：低收入指年人均可支配收入低于 13,000 元，中低收入人群指人均可支配收入在 1.3 万-6.7 万之间，中高收入指人均年可支配收入在 6.7 万-20 万之间，高收入指人均年可支配收入在 20 万元以上。

4.2. 极强的盈利能力和保障盈利能力的宽阔护城河

白酒是盈利能力强的行业，公司是白酒行业当中盈利能力最强的企业。公司毛利率 90%+，是 A 股上市公司毛利率最高的企业之一，不考虑系列酒则净利润率 50%以上。

茅台拥有保障盈利能力的宽阔护城河——不可动摇的白酒第一品牌。关于茅台为何是不可动摇的白酒第一品牌，我们认为需要很长的篇幅去论述，但从常识和结果来看，这已经是事实。

图 12：公司极强的盈利能力



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理；净利润率不考虑系列酒

4.3. 创新能力和可能带来的惊喜

白酒行业是传统行业，但公司在大数据营销方面走在探索的前列。对于茅台而言，通过运用大数据技术，面对消费升级，更加便利的布局消费场景、消费结构、消费渠道，实现营销再

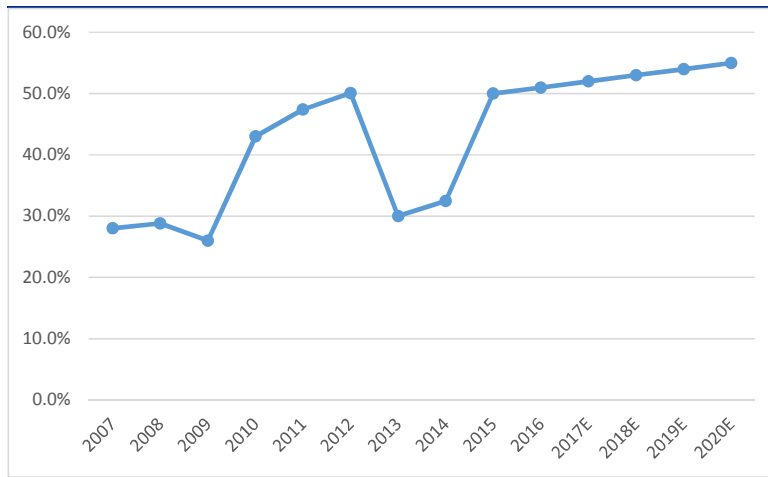
造。通过茅台云商平台这一工具，可以重塑市场价格体系、掌控终端数据、了解消费行为、渠道考核管理、打造粉丝经济。

我们认为，在白酒新周期当中，茅台保持清醒，抓住机遇，敢于创新，在渠道体系建设升级、营销模式转型升级方面走在行业前列，增强风险抵御能力，提升业绩保障能力，加强业绩弹性能力。

4.4. 逐步提高的分红率和逐渐有吸引力的股息率

2011年以来公司平均分红率44%左右，2015-2016年公司分红率超过50%，2016年度股东大会公司表示未来分红率逐年提高。公司强大的盈利能力和优秀的现金流表现支撑分红率走高，如果公司未来分红率达到80%，则2018年开始股息率将持续超过3%（假设股价600元计算）。

图 13: 茅台分红率情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

5. 第三季度有望大幅增长超预期

2 季度发货少，但 2 季度报表收入增速仍在 30%附近。我们在前期预分析半年报时，过程如下：

茅台中报收入怎么判？

2Q 发货少，但基于发货和报表综合因素，仍大概率实现 25%上下的增长。

众所周知的原因，公司 2 季度发货较少，预计单 2 季度发货同比少约 1500-1600 吨，2 季度表观销售同比下降。但依据今年 Q2 实际发货，我们判断 Q2 不含税收入同 2016 年 Q2（报表收入，下同）比较，有 15%左右的单季度增长（上年 Q2 收入报表确认的原因），这是在不考虑预收款转化的情况下。

同样，值得注意的是，1-6 月发货预计同比减少约 1000 吨，但累计收入额（扣除增值税）高于上年同期幅度较大（26.5%左右，不含金融业务收入），在不增预收款，当期全部确认收入的情况下。

据此，我们判断，2017 年 Q2 收入增速下限是 15%左右，1-6 月的累计增速下限是 26%左右（均不含金融），仍符合淡旺季特征，增速仍然较佳。

特别备注：增速下限值是未考虑预收款的情况下（从中报情况看，2 季度末公司预收款略有

下降，下降额为 12 亿元左右，下降幅度 6%左右)。

3 季度发货多，3 季度营收增速预计超预期。计算如下：

按照公司设想，双节期间投放量 6200 吨，其中普飞 5600 吨，生肖及年份等 600 吨。由于国庆在 10 月 4 日，因此发货主要集中在 8 月 15-9 月底，算在三季度。

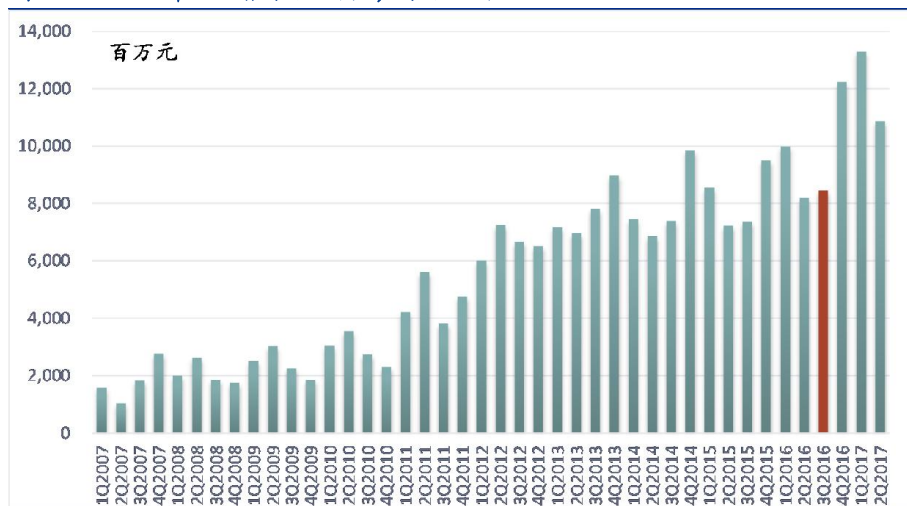
普飞按 819 出厂价，非标普飞按 1199 平均出厂价计算，合计不含税收入在 90 亿左右，公司 7 月到 8 月 15 日合计不含税收入预计在 48 亿左右（按 3000 吨茅台酒计算），7-9 月预计系列酒不含税收入 21 亿左右。

则 3 季度不含税收入预计在 90+48+21=159 亿上下波动。

2016 年 3Q 公司实际销售好于报表，报表确认酒类收入 87.95 亿元，预收款环比 2 季度末增加 59 亿元。

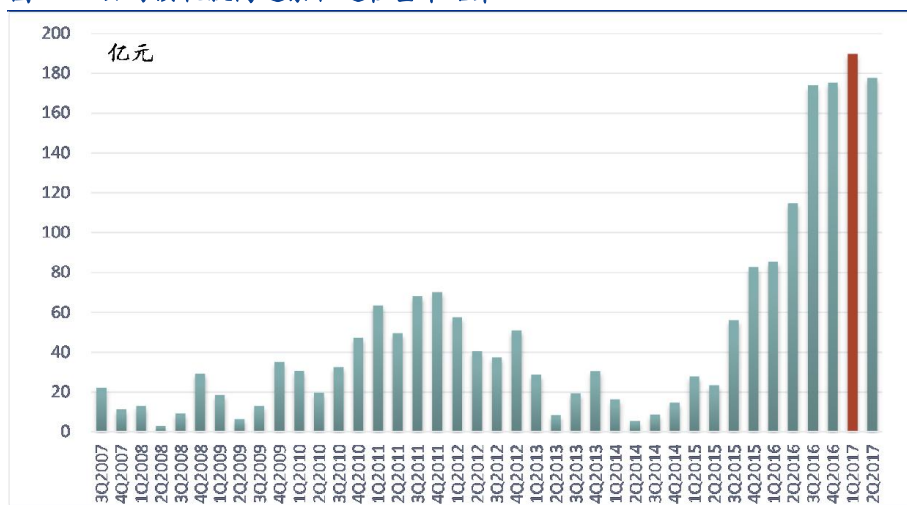
如果今年 3Q 发货全部确认当期收入，则 Q3 同比增速可达到 80%，但我们预计实际会低于此数，但会显著高于上半年的 33.11%。

图 14：2016 年 3Q 报表数偏低，累积预收款



资料来源：公司年报季报，安信证券研究中心

图 15：公司预收款高速累积过程基本结束



资料来源：公司公告，wind，安信证券研究中心

6. 投资建议

我们认为：

- 1) 白酒进入政务退出大众消费崛起的新周期，而且我们预计 2017-2019 年茅台供需关系持续偏紧，整体进入需求紧俏，价格提升通道，是高端白酒景气时期，目前仍在良好的投资阶段。
- 2) 经济持续发展，富裕人群规模稳步扩大，是高端白酒消费长期主要支撑。
- 3) 白酒品牌集中度提升，消费升级趋势不可逆，存量约 6000 亿的白酒市场（出厂口径，统计局数据 2015 年近 5,000 亿，预计 2017 年在 6,000 亿以上）为稀缺的高端白酒提供长期增长想象空间。2)、3) 两点为茅台长期享受估值溢价提供支撑。
- 4) 国酒认知深入人心，中国第一品牌白酒同国家经济政治发展密切相关，文化自信是茅台长兴不衰的根本，从这一高度看，茅台亦值得长期持有。

7. 风险提示

中短期风险主要是提价或严重延后的风险，中长期风险主要是产量风险（含环境破坏因素）。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	33,446.9	40,155.1	51,702.6	62,822.9	74,636.8	成长性					
减:营业成本	2,538.3	3,410.1	4,753.6	5,612.3	6,293.6	营业收入增长率	3.8%	20.1%	28.8%	21.5%	18.8%
营业税费	3,449.2	6,508.9	6,979.9	8,041.3	9,329.6	营业利润增长率	0.3%	9.5%	32.4%	26.7%	22.1%
销售费用	1,485.0	1,681.1	3,102.2	2,827.0	2,985.5	净利润增长率	1.0%	7.8%	34.2%	26.9%	22.2%
管理费用	3,812.9	4,187.2	4,756.6	5,654.1	6,344.1	EBITDA 增长率	0.9%	9.9%	30.9%	26.4%	21.9%
财务费用	(67.3)	(33.2)	(31.8)	(30.6)	(29.4)	EBIT 增长率	0.6%	9.9%	31.8%	26.7%	22.1%
资产减值损失	(0.5)	12.3	12.3	12.3	12.3	NOPLAT 增长率	1.1%	9.8%	32.4%	26.7%	22.1%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	4.8%	-75.0%	132.7%	21.8%	0.3%
投资和汇兑收益	3.9	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	19.7%	14.6%	15.4%	17.2%	17.6%
营业利润	22,159.0	24,265.6	32,129.9	40,706.4	49,701.0	利润率					
加:营业外净收支	(157.3)	(307.7)	(245.2)	(245.2)	(245.2)	毛利率	92.4%	91.5%	90.8%	91.1%	91.6%
利润总额	22,001.7	23,957.9	31,884.7	40,461.3	49,455.8	营业利润率	66.3%	60.4%	62.1%	64.8%	66.6%
减:所得税	5,546.7	6,027.2	8,035.0	10,196.2	12,462.9	净利润率	46.4%	41.6%	43.4%	45.3%	46.7%
净利润	15,503.1	16,718.4	22,442.6	28,483.4	34,818.4	EBITDA/营业收入	68.8%	63.0%	64.0%	66.6%	68.3%
						EBIT/营业收入	66.3%	60.7%	62.1%	64.7%	66.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	117	116	107	97	88
货币资金	36,800.7	66,855.0	69,759.6	81,171.7	99,137.3	流动营业资本周转天数	94	(25)	(68)	(27)	(19)
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	606	696	645	582	571
应收账款	48.4	77.2	155.6	87.9	198.4	应收账款周转天数	1	1	1	1	1
应收票据	8,578.9	817.6	861.7	1,047.0	1,243.9	存货周转天数	178	173	152	134	122
预付账款	1,477.7	1,046.1	1,066.6	1,053.6	967.3	总资产周转天数	819	893	807	722	694
存货	18,013.3	20,622.3	22,919.3	23,849.8	26,848.8	投资资本周转天数	295	157	81	104	96
其他流动资产	85.3	762.4	423.9	593.1	508.5	投资回报率					
可供出售金融资产	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	ROE	24.3%	22.9%	27.0%	29.5%	30.9%
持有至到期投资	0.0	0.0	20.0	6.7	8.9	ROA	19.1%	15.9%	20.1%	22.8%	23.9%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	61.8%	64.7%	342.0%	186.3%	186.9%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
固定资产	11,416.6	14,453.2	16,162.1	17,665.4	18,835.7	销售费用率	4.4%	4.2%	6.0%	4.5%	4.0%
在建工程	4,895.2	2,745.6	2,621.9	2,535.3	2,124.7	管理费用率	11.4%	10.4%	9.2%	9.0%	8.5%
无形资产	3,582.5	3,531.7	3,451.9	3,372.0	3,292.1	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	1,354.2	1,933.7	1,418.2	1,547.3	1,611.6	三费/营业收入	15.6%	14.5%	15.1%	13.5%	12.5%
资产总额	86,301.5	112,934.5	118,926.8	132,998.0	154,852.0	偿债能力					
短期债务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	23.3%	32.8%	26.3%	22.8%	22.0%
应付账款	2,304.1	2,765.2	4,445.3	3,982.8	5,516.2	负债权益比	30.3%	48.8%	35.8%	29.5%	28.2%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	3.24	2.44	3.04	3.56	3.78
其他流动负债	17,747.6	34,255.2	26,867.0	26,317.6	28,548.2	速动比率	2.34	1.88	2.31	2.77	3.00
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	(329.52)	(734.15)	(1007.85)	(1330.40)	(1692.32)
其他非流动负债	15.6	15.6	16.3	15.8	15.9	分红指标					
负债总额	20,067.3	37,036.0	31,328.6	30,316.2	34,080.2	DPS(元)	6.17	6.79	9.29	12.02	14.97
少数股东权益	2,308.2	3,004.4	4,341.2	6,037.5	8,111.0	分红比率	50.0%	51.0%	52.0%	53.0%	54.0%
股本	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2	股息收益率	1.3%	1.4%	2.0%	2.5%	3.2%
留存收益	62,464.5	71,228.4	82,000.9	95,388.1	111,404.5						
股东权益	66,234.2	75,898.5	87,598.3	102,681.8	120,771.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	16,455.0	17,930.6	22,442.6	28,483.4	34,818.4	EPS(元)	12.34	13.31	17.87	22.67	27.72
加:折旧和摊销	848.1	934.2	994.6	1,163.1	1,320.2	BVPS(元)	50.89	58.03	66.28	76.93	89.68
资产减值准备	(0.5)	12.3	0.0	0.0	0.0	PE(X)	38.4	35.6	26.6	20.9	17.1
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	9.3	8.2	7.2	6.2	5.3
财务费用	0.0	0.0	(31.8)	(30.6)	(29.4)	P/FCF	42.1	15.8	45.4	23.9	17.1
投资损失	(3.9)	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	17.8	14.8	11.5	9.5	8.0
少数股东损益	951.9	1,212.3	1,407.1	1,785.6	2,182.6	EV/EBITDA	10.4	14.0	16.0	12.4	9.9
营运资金的变动	2,551.1	25,123.3	(7,293.5)	(2,345.8)	564.2	CAGR(%)	22.5%	27.3%	13.6%	22.5%	27.3%
经营活动产生现金流量	17,436.3	37,451.2	17,519.1	29,055.8	38,856.0	PEG	1.7	1.3	2.0	0.9	0.6
投资活动产生现金流量	(2,048.8)	(1,102.5)	(2,496.2)	(2,488.7)	(2,008.8)	ROIC/WACC	5.6	5.8	30.8	16.8	16.8
融资活动产生现金流量	(5,588.0)	(8,334.5)	(12,118.2)	(15,154.9)	(18,881.7)	REP	1.5	8.6	1.1	1.6	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034