

贵州茅台 (600519.SH)

茅台提价平均两年一次，历史提价行为与渠道利差过高有关

核心观点:

- 茅台提价平均约两年一次，提价主要与渠道利差过高和销量受限有关。茅台自 01 年上市以来，一共提过 9 次出厂价，平均约两年一次。提价往往与渠道利差过高和销量受限有关。最近一次提价为 18 年 1 月，当时渠道利润率高达 100%，且 18 年销量受限（仅比 17 年同比增长 7.48%），无法通过放量压低批价，公司提价后渠道利润率立即下降至 70%。18 年之前最近一次提价为 12 年 9 月，当时渠道利润率高达 136%，公司提价后立即下降至 78%。从近两次提价来看，公司不希望渠道利润高于公司利润，提价后往往将渠道利润率压至 100% 以内。
- 提价条件已经具备，今年下半年至 21 年初是合适的提价窗口期。自 18 年以来公司已连续两年多未提价，近一年的渠道利润率均高于 100%；另外，21 年销量受限（对应 17 年基酒仅同比增长 8.95%）。因此我们判断今年下半年至 21 年初大概率是合适的提价窗口期。疫情对贵州省今年经济增长造成一定压力，据贵州省统计局，20Q1 贵州 GDP 同比下降 1.9%。茅台董事长表示今年“在保证质量和安全的前提下，能快则快”。因此我们不排除提价节点提前的可能性。若按照渠道利润率低于 100% 的标准来推算，预计提价幅度应该在 20%+。
- 我们暂时维持前期的盈利预测。我们预计 20-22 年公司收入分别为 1001.09/1187.08/1385.61 亿元，同比增长 12.67%/18.58%/16.72%，归母净利润分别为 472.95/569.32/670.49 亿元，同比增长 14.78%/20.38%/17.77%，EPS 分别为 37.65/45.32/53.37 元/股，按最新收盘价对应 PE 为 38/31/27 倍。我们仍旧参照我们前期深度报告中的估值体系，给予茅台 2020 年 45 倍 PE，合理价值 1694 元/股，维持买入评级。
- 风险提示。经济放缓超预期，食品安全风险，海外疫情防控不及预期。

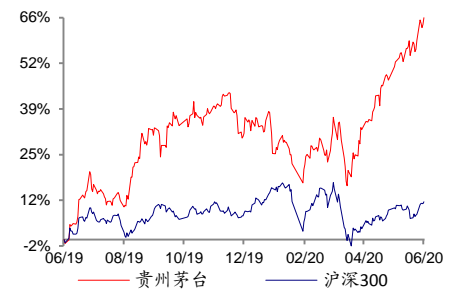
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	77,199	88,854	100,109	118,708	138,561
增长率 (%)	32.6	15.1	12.7	18.6	16.7
EBITDA (百万元)	52,507	60,293	68,781	82,482	96,882
归母净利润 (百万元)	35,204	41,206	47,295	56,932	67,049
增长率 (%)	30.0	17.1	14.8	20.4	17.8
EPS (元/股)	28.02	32.80	37.65	45.32	53.37
市盈率 (P/E)	21.05	36.06	37.85	31.44	26.70
市净率 (P/B)	6.57	10.93	11.30	9.61	8.16
EV/EBITDA	11.98	24.43	25.53	20.85	17.32

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	1425.0 元
合理价值	1694 元
前次评级	买入
报告日期	2020-06-07

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

王文丹



SAC 执证号: S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

相关研究:

贵州茅台 (600519.SH): 最具 2020-03-01

代表性的中国奢侈品品牌，未来估值中枢应在 30-40 倍

贵州茅台 (600519.SH): 具 2018-12-06

备强定价权，茅台拥有优秀的商业模式

联系人: 袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

目录索引

一、茅台提价平均约两年一次，提价主要与渠道利差过高和销量受限有关	4
二、提价条件已经具备，今年下半年至 21 年初是合适的提价窗口期.....	5
三、今年贵州省经济增长仍有压力，提价节点有望提前	6
四、盈利预测和投资建议.....	7
五、风险提示	7

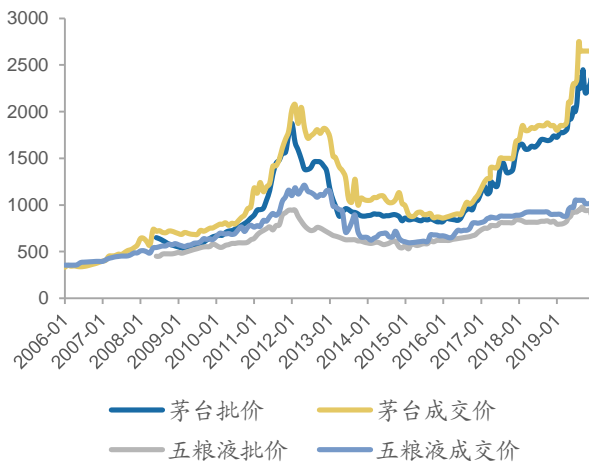
图表索引

图 1: 飞天茅台自 2007 年成交价 (元/瓶) 超越五粮液	4
图 2: 飞天茅台自 2008 年出厂价 (元/瓶) 超越五粮液	4
图 3: 自 2001 年上市以来茅台共提 9 次出厂价, 平均约两年一次	4
图 4: 01-19 年销量 CAGR 为 12.3%, 吨价 CAGR 为 11.1%	4
图 5: 飞天茅台渠道利润率与提价行为 (单位为元/瓶)	5
图 6: 飞天茅台近一年渠道利差均在 100% 以上	6
图 7: 基酒量 17 年增长较慢, 对应 21 年的成品酒	6
图 8: 2019 年茅台集团收入占全省 GDP 的 6%	7
图 9: 2019 年茅台集团上缴利税超 400 亿元, 占全省公共财政预算收入逾两成 ..	7

一、茅台提价平均约两年一次，提价主要与渠道利差过高和销量受限有关

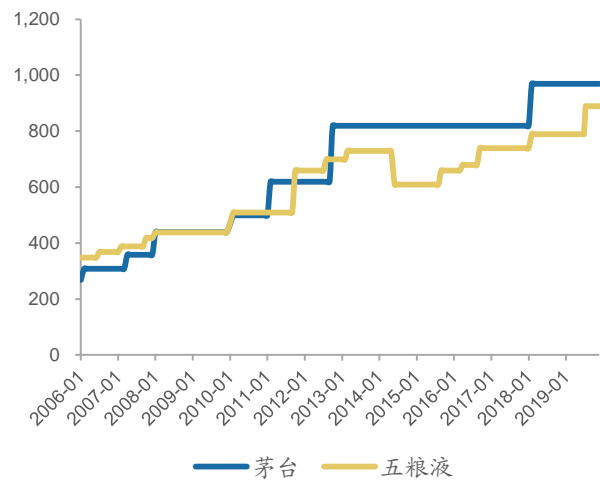
茅台于2008年掌握白酒行业定价权，平均约两年提价一次。飞天茅台自2007年成交价超越五粮液，自2008年出厂价超越五粮液，掌握了白酒行业的提价主动权。回顾茅台历史上的提价，自上市以来，共提过9次出厂价，平均约2年一次。自2001年至2019年茅台酒18年时间销量翻8.5倍，吨价翻6.3倍，销量CAGR为12.3%，吨价CAGR为11.1%。

图 1：飞天茅台自2007年成交价（元/瓶）超越五粮液



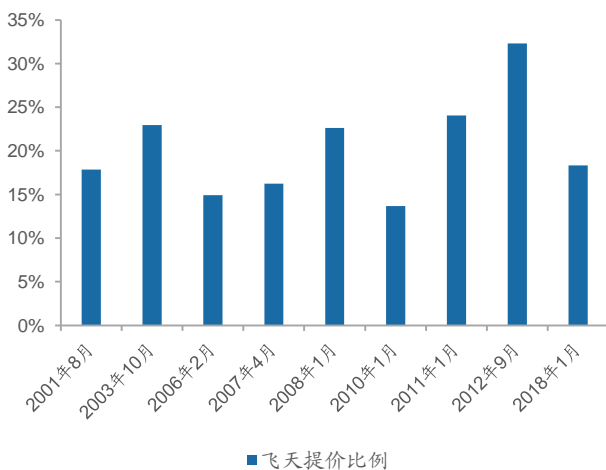
数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

图 2：飞天茅台自2008年出厂价（元/瓶）超越五粮液



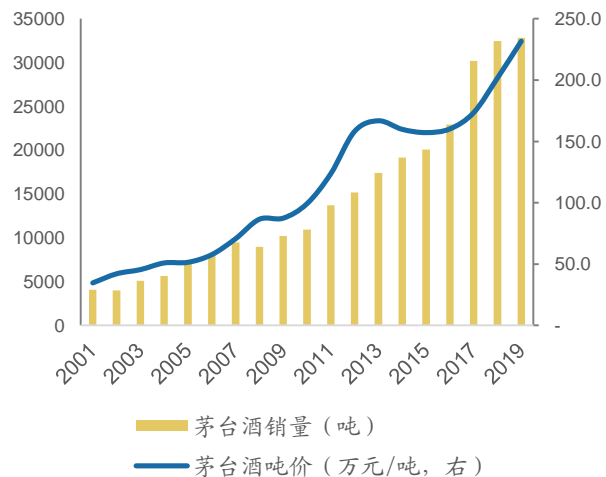
数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

图 3：自2001年上市以来茅台共提9次出厂价，平均约两年一次



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

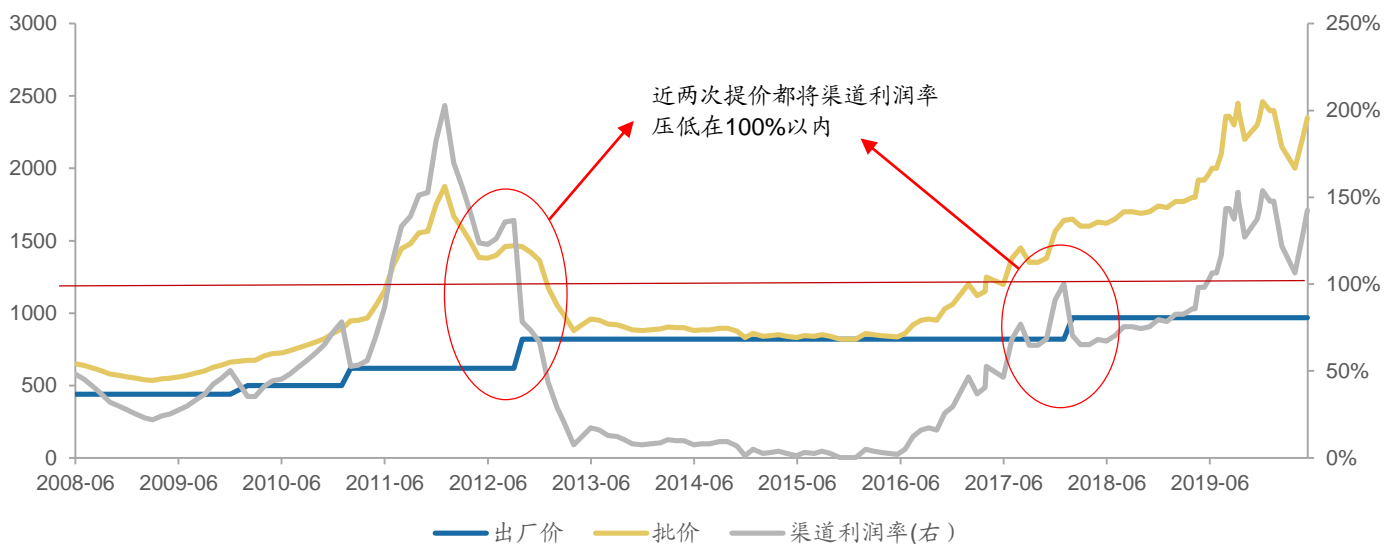
图 4：01-19年销量CAGR为12.3%，吨价CAGR为11.1%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

茅台提价行为具有一定的规律，往往与渠道利差过高和销量受限有关。茅台在08年之前，提价往往是跟随性的，五粮液提出厂价后其便会提价。自08年掌握提价主动权后，提价行为具有一定的规律，一是渠道利润率过高、批零价差过大；二是公司茅台酒可供销量增长有限（与四年前基酒量相关）、公司预计投放市场后也不足以压低批价。从近两次提价来看：最近的一次提价为2018年初，2017年底茅台批零价差已经高达821元/瓶，渠道利润率高达100%，而公司2018年对应2014年生产基酒，仅比2013年基酒量同比增长0.76%，无法通过放量压低批价，因此公司便有动机提升出厂价从渠道回收利润，提价后2018年初渠道利润率下降至70%。2018年之前最近一次提价为2012年9月，渠道利润率已经高达136%，公司提价后渠道利润率下降至78%。从近两次提价幅度来看，公司并不希望渠道利润高于公司利润，提价后往往将渠道利润率压至100%以内。

图 5：飞天茅台渠道利润率与提价行为（单位为元/瓶）



数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

二、提价条件已经具备，今年下半年至 21 年初是合适的提价窗口期

近一年渠道利差均高于100%、叠加21年销量受限，今年下半年至21年初是合适的提价窗口期。我们在前期发布的贵州茅台深度报告（详见2020-03-01《贵州茅台：最具代表性的中国奢侈品品牌，未来估值中枢应在30-40倍》）中提到，公司2020年度茅台酒销售计划为3.45万吨左右，2019年同口径计划为3.1万吨左右，同比增长11.29%（尽管实际销售一般每年都会高出计划，但我们以同口径数据进行比较）。

再考虑到直营占比提升仍会贡献小个位数吨价提升，预计茅台酒收入仍会保持15%左右增长。系列酒安排不增长，因此预计公司总收入能实现10%以上的增长，略超公司10%的目标规划。因此2020年公司不提出厂价也能完成收入增长目标。但2021年，一方面，自2018年初以来，公司已经连续两年多未提升出厂价，近一年（2019.06-2020.06）的渠道利润率均在100%以上，另外一方面21年对应17年的基酒量较16年增长也有限，仅个位数增长（仅同比增长8.95%），因此从渠道利润率、可供销量两方面来看，我们判断今年下半年至21年初是比较合适的提价窗口期。

图 6：飞天茅台近一年渠道利差均在100%以上

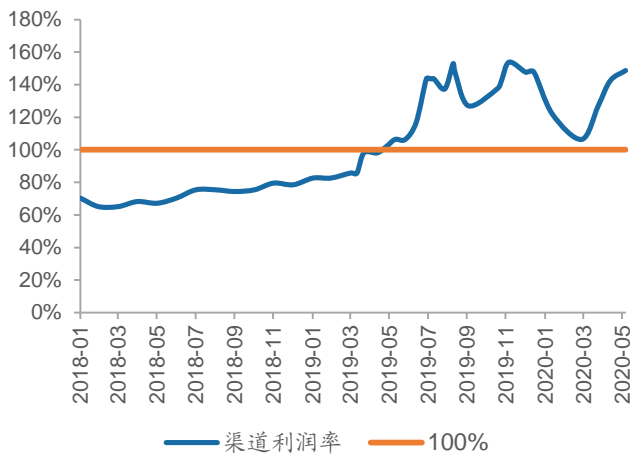
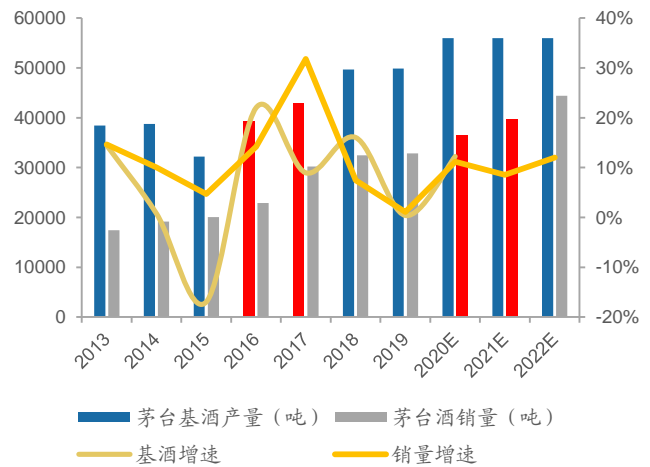


图 7：基酒量17年增长较慢，对应21年的成品酒



数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

三、今年贵州省经济增长仍有压力，提价节点有望提前

疫情对宏观经济造成一定影响，茅台可为贵州经济增长贡献更多力量、提价节点有望提前。新冠疫情发生以来，尽管国内基本已经得到控制，但海外疫情目前尚未得到有效控制，对我国宏观经济造成了一定的影响，今年我国宏观经济增长压力较大。据新华社，贵州省2020年第一季度生产总值3704.04亿元，比上年同期下降1.9%。而贵州茅台是贵州省为数不多的具有确定性增长能力的企业，公司只需要提升出厂价从渠道回收利润，便能实现更快的收入和业绩增长，为贵州省经济增长作出更多贡献。根据新华网，茅台集团董事长高卫东曾在两会期间表示“茅台在确保全年目标任务‘不降不减’的基础上，在保证质量和安全的前提下，能快则快，把全年任务完成得更多更好一些，在全省国有企业中做表率走前列，为夺取全省疫情防控和脱贫攻坚最后的胜利，作出茅台更大的贡献。”因此，我们不排除公司在今年就提升出厂价的可能性。如果参照最近两次提价均把渠道利润率压低至100%以内，以目前2400元左右的批价来看，那么我们判断提价幅度可能在20%以上，达到1199元/瓶。

图 8: 2019年茅台集团收入占全省GDP的6%

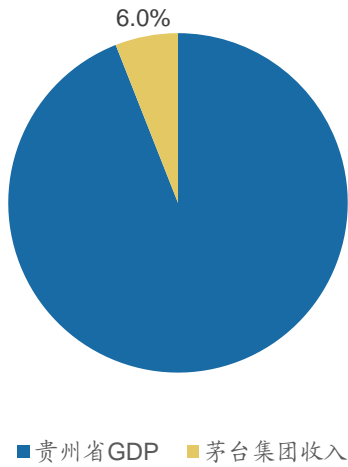
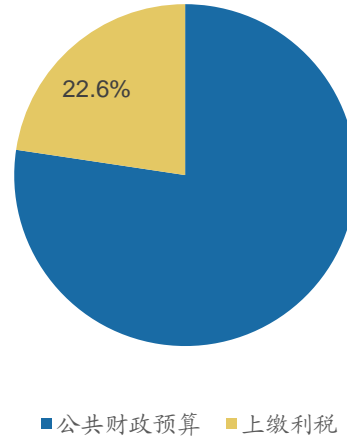


图 9: 2019年茅台集团上缴利税超400亿元, 占全省公共财政预算收入逾两成



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

由于提价具有一定的不确定性, 我们暂时维持前期的盈利预测。我们预计20-22年公司收入分别为1001.09/1187.08/1385.61亿元, 同比增长12.67%/18.58%/16.72%, 归母净利润分别为472.95/569.32/670.49亿元, 同比增长14.78%/20.38%/17.77%, EPS分别为37.65/45.32/53.37元/股, 按最新收盘价对应PE为38/31/27倍。我们仍旧参照我们前期深度报告中的估值体系, 但考虑到未来滚动四个季度(20Q3-21Q2) EPS高于20年EPS, 因此给予2020年45倍PE, 高于前期40倍的估值, 合理价值1694元/股, 维持买入评级。

五、风险提示

宏观经济放缓超出预期, 食品安全风险, 海外疫情防控不及预期。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	137,862	159,024	180,060	218,888	264,445
货币资金	112,075	13,252	33,777	70,447	111,683
应收及预付	1,746	3,012	2,783	3,108	3,576
存货	23,507	25,285	25,836	27,620	31,421
其他流动资产	534	117,475	117,664	117,713	117,766
非流动资产	21,985	24,018	20,554	18,724	16,890
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	15,249	15,144	13,975	12,815	11,651
在建工程	1,954	2,519	1,919	1,319	719
无形资产	3,499	4,728	4,661	4,590	4,520
其他长期资产	1,283	1,627	0	0	0
资产总计	159,847	183,042	200,614	237,613	281,335
流动负债	42,438	41,093	33,162	38,411	44,587
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	14,755	15,254	16,906	19,881	23,160
其他流动负债	27,683	25,839	16,256	18,530	21,426
非流动负债	0	73	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	73	0	0	0
负债合计	42,438	41,166	33,162	38,411	44,587
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	109,426	132,488	155,783	183,715	216,764
归属母公司股东权益	112,839	136,010	158,414	186,346	219,395
少数股东权益	4,570	5,866	9,038	12,856	17,353
负债和股东权益	159,847	183,042	200,614	237,613	281,335

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	77,199	88,854	100,109	118,708	138,561
营业成本	6,659	7,576	8,023	8,577	9,757
营业税金及附加	11,289	12,733	14,416	17,094	19,953
销售费用	2,572	3,279	3,504	4,036	4,573
管理费用	5,326	6,168	6,607	7,716	8,591
研发费用	22	49	30	45	53
财务费用	-4	7	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-14	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	51,343	59,041	67,529	81,240	95,635
营业外收支	-515	-259	-240	-240	-240
利润总额	50,828	58,783	67,289	81,000	95,395
所得税	12,998	14,813	16,822	20,250	23,849
净利润	37,830	43,970	50,467	60,750	71,546
少数股东损益	2,626	2,764	3,172	3,818	4,497
归属母公司净利润	35,204	41,206	47,295	56,932	67,049
EBITDA	52,507	60,293	68,781	82,482	96,882
EPS (元)	28.02	32.80	37.65	45.32	53.37

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	41,385	45,211	44,544	65,323	74,888
净利润	37,830	43,970	50,467	60,750	71,546
折旧摊销	1,175	1,243	1,252	1,242	1,248
营运资金变动	2,025	32	-8,441	3,090	1,855
其它	356	-35	1,267	240	240
投资活动现金流	-1,629	-3,166	872	348	347
资本支出	-1,607	-3,149	345	348	347
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-22	-17	527	0	0
筹资活动现金流	-16,441	-19,284	-24,891	-29,000	-34,000
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	833	0	0	0
其他	-16,441	-20,117	-24,891	-29,000	-34,000
现金净增加额	23,315	22,761	20,525	36,670	41,235
期初现金余额	74,928	98,243	13,252	33,777	70,447
期末现金余额	98,243	121,004	33,777	70,447	111,683

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	32.6%	15.1%	12.7%	18.6%	16.7%
营业利润增长	31.9%	15.0%	14.4%	20.3%	17.7%
归母净利润增长	30.0%	17.1%	14.8%	20.4%	17.8%
获利能力					
毛利率	91.4%	91.5%	92.0%	92.8%	93.0%
净利率	49.0%	49.5%	50.4%	51.2%	51.6%
ROE	31.2%	30.3%	29.9%	30.6%	30.6%
偿债能力					
资产负债率	26.5%	22.5%	16.5%	16.2%	15.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.25	3.87	5.43	5.70	5.93
速动比率	2.67	3.22	4.60	4.93	5.18
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.52	0.52	0.54	0.53
应收账款周转率	86.48	87.68	87.68	87.68	87.68
存货周转率	0.29	0.31	0.31	0.31	0.31
每股指标 (元)					
每股收益	28.02	32.80	37.65	45.32	53.37
每股经营现金流	32.94	35.99	35.46	52.00	59.62
每股净资产	89.83	108.27	126.11	148.34	174.65
估值比率					
P/E	21.05	36.06	37.85	31.44	26.70
P/B	6.57	10.93	11.30	9.61	8.16
EV/EBITDA	11.98	24.43	25.53	20.85	17.32

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，3年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。