消费群体扩大，20%增长可期

买入维持

目标价格：暂无

事件：我们于 2013 年 5 月 16 日参加了贵州茅台股东大会，与公司管理层就公司经营情况、未来发展前景等问题进行交流。

报告摘要：

- **4 月份单月销量同比回升，公司对完成全年 20%收入增长有信心：**公司今年 1-4 月份销量同比下滑 23.8%，但由于去年提价，销售额同比上升 11.2%。公司采取多项措施应对行业调整，包括扩大消费群体、顺价保量+控量保价、系列酒薄利多销等，4 月份销量已经同比上升，公司对全年收入增长 20%、净利润增长 20%以上有信心；
- **茅台渠道库存不高，大多数经销商销售价格坚挺在千元以上：**公司采取顺价保量，之后会采取控量保价政策。公司一直保证茅台酒顺价销售，销售价不能低于出厂价。公司另会控制茅台酒的供应量，使其每年在一定范围内稳定增长，对经销商价格的要求是不低于 1000 元，目前市场上零售价基本保持在千元以上；
- **定位由三公消费转向民间消费，消费群体扩大，富裕人群具有巨大的潜在购买力：**三公消费过去占茅台收入比重较高，导致民间消费供不应求，被压抑的需求未得到释放。现在将消费群体由三公消费转移到以大企业、大集团、民营企业家、个体老板为代表的民间消费中去，富裕阶层强大的购买力为公司未来长期销售增长提供了保障；
- **把握中低端酱香型酒市场扩大的趋势，加大系列酒销售力度：**酱香型酒销量占比由 98 年的 0.01%提升到 2012 的 1%，销售额占 6%，未来酱香型酒需求会持续提升。公司调整系列酒销售政策，开始以薄利多销为原则，净利率目标从 18%下降到 5%，加大中档酱香系列酒的销售力度。公司系列酒与习酒价格错位竞争，且市场空间很大，不会造成直接竞争；
- **盈利预测及投资建议：**预计 13-15 年收入分别为 319 亿、381 亿和 462 亿，YOY 为 21%、20%和 21%；净利润分别为 164 亿、204 亿和 251 亿，YOY 为 23%，24%和 23%；EPS 为 15.80 元、19.65 元和 24.13 元，维持“买入”评级。

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	18,402	26,455	31,900	38,089	46,226
YOY	58.2%	43.8%	20.6%	19.4%	21.4%
净利润	8,763	13,308	16,401	20,396	25,055
YOY	73.5%	51.9%	23.2%	24.4%	22.8%
EPS（元）	8.441	12.819	15.797	19.646	24.134
市盈率	22.90	16.31	12.40	9.97	8.12

食品饮料行业

分析师：

苏青青（S1180512060001）

电话：021-51782233

Email：suqingqing@hysec.com

研究助理：

陈嵩昆

电话：021-51782231

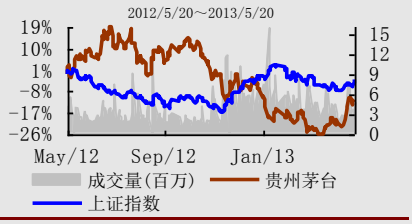
Email：chensongkun@hysec.com

刘洋

电话：021-51782230

Email：liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《布局 3+2 组合，把握白酒反弹机会》 2013/5/12

《白酒估值见底，食品高位震荡》 2013/5/7

《五粮液：报表体现渠道压力，关注去库进度》 2013/4/23

《青青稞酒：受行业影响小，升级+扩张保增长》 2013/4/23

《皇氏乳业：费用控制效果初显，业绩重回增长》 2013/4/21

目录

一、 长期看好高端白酒发展，公司对今年业绩增长有信心 3

1、市场进行优胜劣汰的调整，看好行业长期发展 3
2、公司 4 月份销量同比上升，对今年销售业绩有信心 3
3、酱香型酒需求提升，与习酒定位不同，不构成竞争 3

二、 经销商价格坚挺千元以上，消费群体扩大提供持续购买力 4

1、大部分经销商坚挺价格在千元以上 4
2、消费群体由三公消费向民间消费转变，存在巨大的潜在购买力 5
3、RFID 防伪识别技术业已完善，计划进一步推广 6

图表

图 1：市场统计中浓香酒占绝对主导，但酱香在提升 4
图 2：习酒由浓香型向酱香型转变，定位在中端 4
图 3：茅台 53 度市场价一年来处于下跌趋势，现均价在 1500 元以上 4
图 4：我国高净值人群平均年消费量分布情况 5
图 5：高净值人群每年购买奢侈品 29%为高档烟酒 5
图 6：具有 NFC 功能手机感应茅台瓶盖处的 RFID 标签可以迅速识别产品真伪 7
图 7：分产品收入预测表（单位：百万元） 8
图 8：三张财务报表摘要 9

一、 长期看好高端白酒发展，公司对今年业绩增长有信心

1、市场进行优胜劣汰的调整，看好行业长期发展

白酒行业竞争加剧，趋于白热化。经过 10 多年的高速发展，去年全行业白酒产量近 1200 万吨，整体而言供大于求。政策调整不如行业自身调整，最终一定会实现优胜劣汰。行业调整会持续 2-3 年，但我们仍然看好行业今后的发展前景，主要理由如下：

- 白酒是中国特色，国人对白酒的喜爱根深蒂固；
- 小康社会的推进，与人民收入水平的提高，会使得品质好的酒脱颖而出；
- 消费行为在趋于理性化。虽然现在存在政策规避，包括三公及酒驾方面，但白酒行业在调整中会不断进步，特别是高端白酒、对人体健康有益处的酒，会受到大众的追捧。这个趋势是被消费者认可的。

2、公司 4 月份销量同比上升，调整市场策略保证全年增长

公司今年 1-4 月份销量同比下滑 23.8%，但由于去年提价，销售额同比上升 11.2%，**但 4 月份单月销量出现同比上升**。在今年行业整体的调整当中，茅台由于具备品牌、品质、工艺、抗风险能力强等核心竞争优势，表现是高端酒中最好的。茅台今年针对新情况，主要从以下几方面来应对严峻的挑战：

- **转变销售群体，由原来的三公消费、政商务消费为主转向大众群体的民间消费**。在保持原有客户的同时，积极开发新客户，如通过团购方式吸引民营企业家等富裕人群，今年已实现不少订单合同；
- **顺价保量，之后再控价保量**。现在销售状况已经得到改善，4 月份销量同比上升。预计今年全年行业的调整对茅台酒的销售影响不大；
- **系列酒开始以薄利多销为原则**。以前销售净利率 18%的要求下降到现在 5%；
- 对茅台酒国际化有具体的规划。今年会在法国设立办事处，加大国际市场投入，增加新的增长机会。

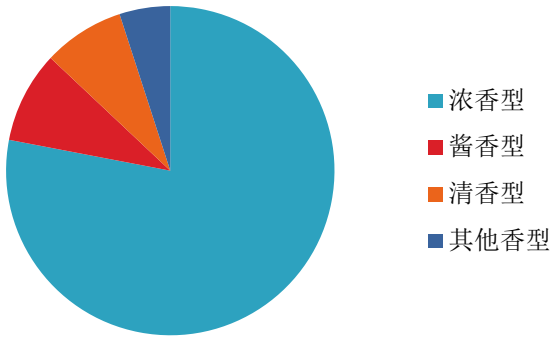
3、酱香型酒需求提升，与习酒定位不同，不构成竞争

酱香型白酒越来越受到欢迎，茅台与习酒在档次上定位不同，二者加起来也不能完全满足市场需求：

- 市场对白酒的需求日趋多样化，对酱香、浓香、清香与兼香都有一定的需求。其中酱香酒的需求比例在持续提升。从 1998 年酱香酒占比不到 0.01%，去年占比已经提升到 1%。酱香型酒工艺非常复杂，是有利于健康的酒，未来需求预计会继续提升；

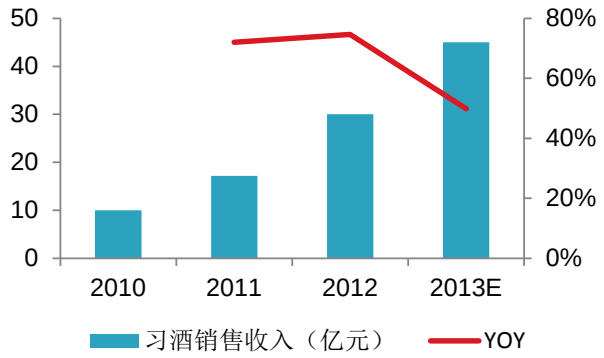
- 茅台每年白酒产量有限，只有一万多吨，不能满足市场需求。习酒与茅台定位不同，茅台走高端，股份公司系列酒产品走中低端，而习酒的酱香型酒定位在中端与中高端。事实上，茅台与习酒加在一起也不能满足客户的需求。因此市场上其他酱香型白酒不会影响到茅台酒的销售情况。

图 1：市场统计中浓香酒占绝对主导，但酱香在提升



资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

图 2：习酒由浓香型向酱香型转变，定位在中端



资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

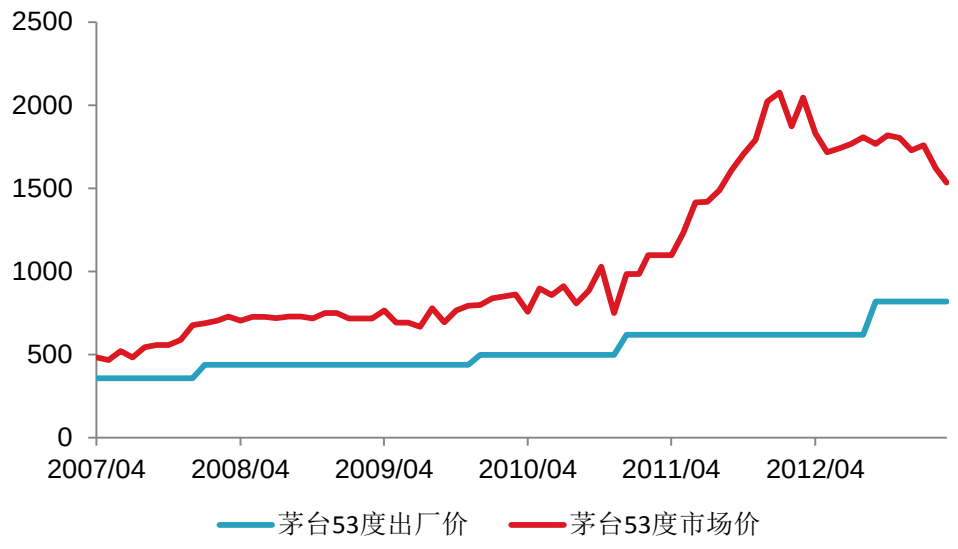
二、经销商坚挺千元售价，消费群体扩大提供持续购买力

1、大部分经销商坚挺价格在千元以上

公司称市场上关于茅台酒跌破 800 元的都是不实信息，或者经过检验是假酒。茅台的经销商绝大部分坚挺终端价在 1000 元以上。茅台作为中国品质最好的蒸馏酒，将来在市场上存在断货的可能：

- 顺价保量：出厂价保持在 819 元不变，这个价格是由价值规模所决定。批发价与终端价的下降是由市场决定的。公司一直保证茅台酒顺价销售，销售价不能低于出厂价；
- 控量保价：茅台酒的销售量每年都是在一定范围内稳定增长，销售量不会放开，而报价的要求是经销商价格要保持在 1000 元以上。从实际实行的状况来看，绝大多数经销商都达到了这个要求。

图 3：茅台 53 度市场价一年来处于下跌趋势



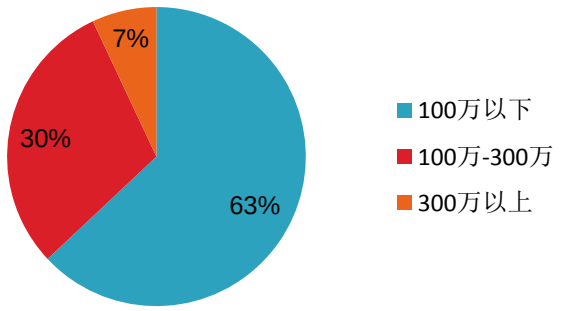
资料来源：wind，宏源证券研究所

2、消费群体由三公消费向民间消费转变，存在巨大的潜在购买力

茅台酒一直处于供不应求的状态。三公消费的限制促使公司将消费群体向民间消费转移，民营企业家与富人阶层为茅台酒的消费提供了巨大的保障。保持原有客户+开发新的客户群体，是公司完成今年任务的主要应对手段：

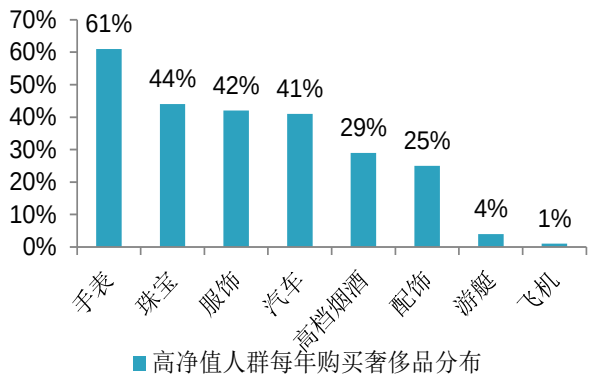
- 茅台以前一直供应不足，过去压抑的需求都未充分释放。现在三公消费的限制对茅台产生了一定的影响。三公消费在茅台酒中的直接消费比例不到 8%；
- 茅台会启动并逐步的科学释放资源。茅台的消费群体有着足够的储备，包括私营企业家在内的民间消费等。消费群体会从三公消费转移到大企业、大集团、民营企业家、个体老板等，现在各片区已经签订了不少团购合同；
- 我国目前亿万富翁在 9 万人以上，千万富翁有 100-150 万，百万富翁高达上千万。茅台现在的供应规模尚不能完全满足富翁的需求，目前人均购买一瓶都不到。今年已经与该层次消费团体签订了不少合同；

图 4：我国高净值人群平均年消费量分布情况



资料来源：胡润研究院，宏源证券研究所

图 5：高净值人群每年购买奢侈品 29%为高档烟酒



资料来源：胡润研究院，宏源证券研究所

3、RFID 防伪识别技术业已完善，计划进一步推广

公司防伪技术 RFID 是国家 863 计划中重要的一部分，从布点方面已经很完善。5 月 20 号将在北京召开推广发布会。该技术通过了公安部防伪局的鉴定，得到了高度重视。该流通追溯技术的完善与推广，必将节省公司每年的打假支出，并显著减少市面上的假冒茅台酒。

图 6：具有 NFC 功能手机感应茅台瓶盖处的 RFID 标签可以迅速识别产品真伪

资料来源：公司官网，宏源证券研究所

图 7：分产品收入预测表（单位：百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销量						
年份酒（吨）	406	486	568	227	250	275
增速	11.89%	19.57%	16.88%	**-60%**	**10%**	**10%**
53 度茅台（直营店）	0	0	480	300	500	600
增速				**-38%**	**67%**	**20%**
53 度茅台酒（经销商）	8255	10927	14036	14738	16948	19491
增速	9.51%	32.38%	28.45%	**5%**	**15%**	**15%**
低度茅台酒销量（吨）	1495	1277	1359	1427	1569	1726
增速	-12.05%	-14.59%	6.40%	**5%**	**10%**	**10%**
系列酒销量（吨）	3766	4359	6066	7582	9099	10919
增速	3.98%	15.75%	39.15%	**25%**	**20%**	**20%**
价格						
年份酒（元/斤）	1,970	2,265	2,378	2,378	2,497	2,622
增速	10.00%	15.00%	5.00%	**0%**	**5%**	**5%**
53 度茅台酒（直营店）			1,519	1,519	1,519	1,519
增速						
53 度茅台酒（经销商）	499	619	700	819	860	903
增速	13.93%	24.05%	13.09%	17.00%	5.00%	5.00%
低度茅台酒（元/斤）	338	479	619	619	638	657
增速	13.42%	41.72%	29.23%	**0%**	**3%**	**3%**
系列酒（元/斤）	104	166	200	220	242	254
增速	0%	60%	20%	**10%**	**10%**	**5%**
成本						
年份酒（元/斤）	100	113	115	118	121	125
增速	9.69%	13.58%	1.11%	**3%**	**3%**	**3%**
53 度茅台酒（元/斤）	36	40	41	42	43	44
增速	5.15%	11.01%	0.48%	**3%**	**3%**	**3%**
低度茅台酒（元/斤）	30	40	48	49	51	52
增速	13.58%	31.10%	20.46%	**3%**	**3%**	**3%**
系列酒（元/斤）	37	52	53	58	61	63
增速	-1%	41%	1%	**10%**	**5%**	**3%**
营业收入(百万元)	11632	18402	26455	31229	38314	46269
高度茅台酒	9838	15728	22350	26132	31916	38462
其中：年份酒	1600	2200	2700	1080	1247	1441
53 度茅台酒	8238	13528	19650	25052	30669	37021
低度茅台酒	1011	1223	1682	1766	2001	2268
系列酒	783	1451	2423	3331	4397	5540

资料来源：宏源证券研究所

图 8：三张财务报表摘要

财务报表预测（单位：百万元）

利润表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**26,455**	**31,900**	**38,089**	**46,226**
YOY	44%	21%	19%	21%
营业成本	2,044	2,388	2,823	3,408
毛利	24411	29512	35266	42818
% 营业收入	*92%*	*93%*	*93%*	*93%*
营业税金及附加	2573	3190	3428	4160
% 营业收入	*9.7%*	*10.0%*	*9.0%*	*9.0%*
销售费用	1225	1595	1714	2080
% 营业收入	*4.6%*	*5.0%*	*4.5%*	*4.5%*
管理费用	2204	2393	2666	3005
% 营业收入	*8.3%*	*7.5%*	*7.0%*	*6.5%*
财务费用	-421	-491	-701	-901
% 营业收入	*-1.6%*	*-1.5%*	*-1.8%*	*-1.9%*
资产减值损失	3	0	0	95
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3
营业利润	18831	22828	28162	34381
% 营业收入	*71.2%*	*71.6%*	*73.9%*	*74.4%*
营业外收支	-130	0	0	0
利润总额	18700	22828	28162	34381
% 营业收入	*70.7%*	*71.6%*	*73.9%*	*74.4%*
所得税费用	4692	5728	7066	8626
净利润	14008	17101	21096	25755
归属于母公司所有者的净利润	13308	16401	20396	25055
少数股东损益	700	700	700	700

现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428
取得投资收益收回现金	0	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	-4212	-1199	-1210	-1210
固定资产投资	0	-1200	-1200	-1200
其他	0	9	0	0
投资活动现金流净额	-4199	-1197	-1207	-1207
债券融资	0	-18	0	0
股权融资	392	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-421	-491	-701	-901
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-3915	-18	-8305	-11420
现金净流量	3807	15140	10288	13806

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	22062	37202	47491	61296
应收和预付款项	4029	2569	3039	13544
存货	9666	12960	15318	1027
其他流动资产	265	1	1	1
长期股权投资	4	4	4	4
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	7200	8400	9600	10800
无形资产和开发支出	863	855	848	722
其他非流动资产	0	1	1	1
资产总计	44998	61922	75848	87266
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	9526	17673	21923	20044
长期借款	0	0	0	0
其他负债	18	0	0	0
负债合计	9544	17673	21923	20044
股本	1038	1038	1038	1038
资本公积	1375	1375	1375	1375
留存收益	31737	39832	48808	61405
归属母公司股东权益	34150	42245	51221	63818
少数股东权益	1304	2004	2704	3404
股东权益合计	35454	44249	53925	67222
负债和股东权益合计	44998	61922	75848	87266

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	92%	93%	93%	93%
三费/销售收入	11%	11%	10%	9%
EBIT/销售收入	70%	70%	72%	73%
EBITDA/销售收入	71%	71%	73%	74%
销售净利率	53%	54%	55%	56%
ROE	39%	39%	40%	39%
ROA	30%	26%	27%	29%
ROIC	39%	38%	38%	37%
销售收入增长率	44%	21%	19%	21%
EBIT 增长率	54%	21%	23%	22%
EBITDA 增长率	53%	20%	23%	23%
净利润增长率	51%	22%	23%	22%
总资产增长率	29%	38%	22%	15%
股东权益增长率	17%	37%	21%	33%
经营现金净流增长率	17%	37%	21%	33%
流动比率	3.8	3.0	3.0	3.8
速动比率	2.8	2.3	2.3	3.8
应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	75.0

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介：

苏青青：宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师，上海交通大学材料学硕士，曾任职于国金证券，2010 年新财富团队成员，2011 年加盟宏源证券研究所，2012 年获新财富最佳分析师第四名，水晶球公募类第五、非公募第三名。

陈嵩昆：宏源证券研究所食品饮料行业分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，曾任职于国金证券，2012 年加盟宏源证券研究所，2012 年新财富团队成员，水晶球团队成员。

机构销售团队					
华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 021-51782236 lilan@hysec.com
华南区域	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com		
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。
本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。