



# 基本面最差时点已经过去

## 买入 维持

目标价格: 暂无

### 事件:

公司公布中报, 上半年实现收入 141 亿元, YoY 6.6%, 归母净利润 72.5 亿, YoY 3.6%, EPS 6.98 元, 低于市场此前的预期。

对此, 我们点评如下:

➢ **扣除预收款影响, 2Q 实际收入下降 9%, 反映了计划外销售下滑压力, 但牺牲短期业绩也换来了健康的低库存渠道:**

- 公司 2Q 预收款下降 20 亿, 扣除预收款的收入为 52.4 亿, 同比 12Q2 的 57.7 亿下降 9.3%。从分项数据来看, 上半年茅台酒收入增长 10%, 考虑提价因素实际销量应有所下滑(营业成本下降 7.7%), 系列酒收入也下滑了 32%;
- 袁仁国曾表示, 1-5 月 53° 茅台销量同比增长 100 多吨, 我们的草根调研也显示 2Q 终端销量同比增长 20% 左右, 5 月底至 6 月, 一批价从 900 元以下上涨至接近 1000 元, 反映终端需求旺盛;
- 2Q 报表较差的原因可能包括: 1) 计划外直供政务部分以及年份酒销量大幅下跌; 2) 直营店因价格高于市场价, 销量下滑较大; 3) 仁酒、汉酱直接降价影响收入和利润。

➢ **毛利率未受影响, 广告市场费用增加致 2Q 销售费用率提高 4.4 个百分点:** 2Q 综合毛利率受益提价继续提高 1.5 个百分点, 上半年茅台酒毛利率提高 1.04 个百分点。但由于上半年广告宣传及市场拓展费用增加 4 个亿, YoY 124%, 导致 2Q 销售费用率增加 4.4 个百分点, 收入增速的放缓使得管理费用率提高 3.4 个百分点, 最终净利率下降 3.1 个百分点, 2Q 净利润下滑 8.8%。

➢ **茅台终端情况已经改善, 下半年有望迎来报表底:** 为了弥补计划外销量的下滑, 茅台自 7 月起开始一系列动作, 包括新增 2000 吨量招商、对原有经销商增加计划量、开辟电商、白酒交易所渠道、对口大型民企团购等, 预计可增加 3000-4000 吨销量。经销商渠道覆盖的大众消费自 2Q 起增长迅速, 因此终端最差情况应该已经过去。报表层面 12Q3 仍是高基数, 4Q 基数下降, 因此下半年有望看到报表底部。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	18402	26455	31,321	34,110	39,523
增长率 (%)	58.19	43.76	18.4%	8.9%	15.9%
归母净利润(百万)	8763.15	13308.08	15,657	17,896	21,254
增长率 (%)	73.49	51.86	17.7%	14.3%	18.8%
每股收益	8.44	12.82	15.082	17.238	20.472
市盈率	26.30	17.32	11.19	9.79	8.24

### 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

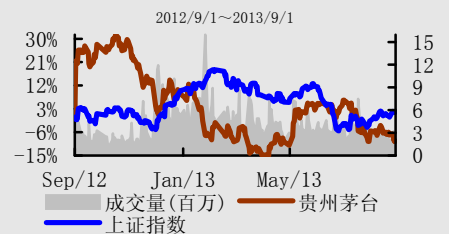
Email: chensongkun@hysec.com

刘洋

电话: 021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《伊力特: 调整及时, 恢复迅速, 中报超预期》

2013/8/28

《三全食品: 业绩快速增长, 私厨有望超预期》

2013/8/22

《青青裸酒: 白酒中报头筹, 继续强烈推荐》

2013/8/22

《山西汾酒: 估值已充分反映短期业绩压力》

2013/8/19

- **盈利预测及投资建议：**根据公司最新动态我们调整了分项盈利预测，小幅下调整体盈利预测 5%。预计 13-15 年收入分别为 313 亿、341 亿和 395 亿，YOY 为 18%、9%和 16%；净利润分别为 157 亿、179 亿和 213 亿，YOY 为 18%，14%和 19%；EPS 为 15.08 元、17.24 元和 20.47 元，目前股价对应 11X13PE，中报可能引起市场波动提供更好的买入机会，继续推荐“买入”。

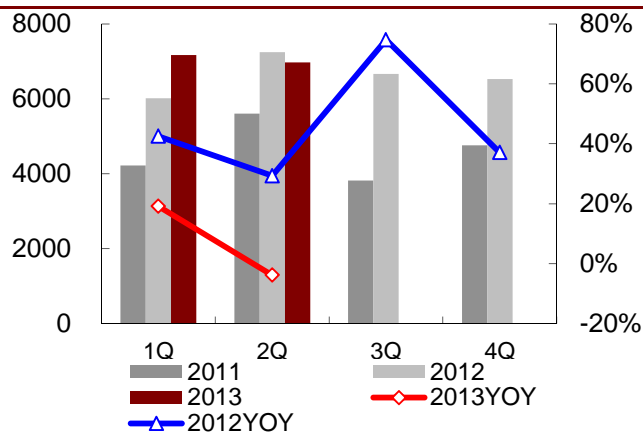
## 公司财务数据点评

图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1Q12	1H12	3Q12	2012	1Q13	2Q13	同比	环比	点评
营业收入(百万元)	6016	7248	6667	6524	7166	6972	-4%	-3%	计划外销量下滑严重，渠道去库存减少发货量
-营业成本	8%	8%	9%	6%	7%	6%	-1.5	-0.2	销量下滑
=毛利	92%	92%	91%	94%	93%	94%	1.5	0.2	高端酒提价，并且占比提升
-营业税金及附加	13%	8%	6%	12%	8%	7%	-0.2	-0.8	
-销售费用	3%	3%	7%	6%	4%	7%	4.4	3.4	广告宣传及市场拓展费用增加 124%
-管理费用	8%	5%	7%	14%	8%	9%	3.4	0.7	收入增长放缓摊薄减少
-财务费用	-2%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-0.5	-0.2	
-资产减值损失	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+营业外收支	-2.2%	0.0%	-1.5%	-0.4%	-3.5%	-0.3%	-0.3	3.2	
=利润总额	69%	78%	72%	63%	71%	72%	-5.8	0.4	
-所得税费用	17%	19%	18%	16%	19%	17%	-2.8	-2.1	
-少数股东损益	3%	3%	2%	3%	3%	3%	0.1	0.2	
=归属于母公司所有者净利润	49%	56%	51%	44%	50%	52%	-3.1	2.3	市场不景气，销售增速下滑，同时增加了市场费用投入

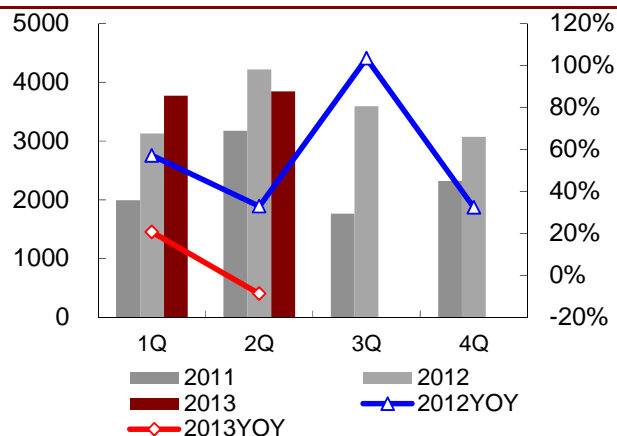
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



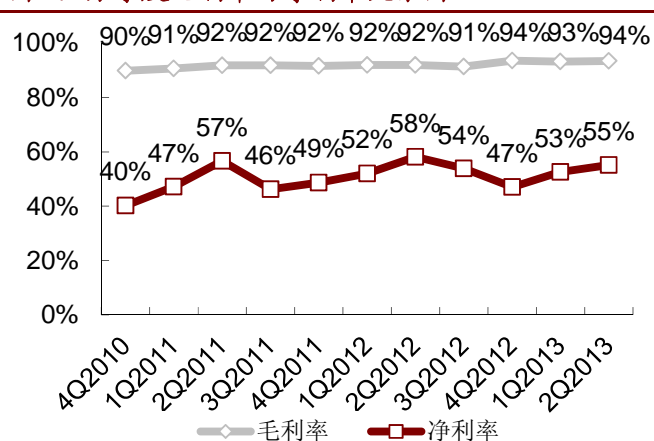
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



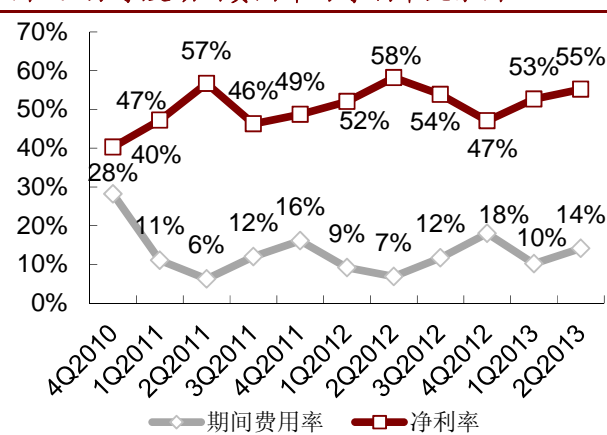
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 4: 分季度毛利率与净利率关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 5: 分季度期间费用率与净利率关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 6: 分产品收入预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>销量</b>						
年份酒(吨)	406	486	568	114	148	177
增速	11.89%	19.57%	16.88%	-80%	30%	20%
53度茅台(直营店)	0	0	480	300	500	700
增速				-38%	67%	20%
53度茅台酒(经销商)	8255	10927	14036	13636	15681	17249
增速	9.51%	32.38%	28.45%	-2.8%	15%	10%
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	7279	8735	10482
增速	3.98%	15.75%	39.15%	20%	20%	20%
<b>价格</b>						
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	1,100	1,300	1,400
增速						
53度茅台酒(经销商)	499	619	700	853	896	923
增速	13.93%	24.05%	13.09%	21.90%	5.00%	3.00%
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	100	110	121
增速	0%	60%	20%	-50%	10%	10%
<b>成本</b>						
年份酒(元/斤)	100	113	115	116	117	118
增速	9.69%	13.58%	1.11%	1%	1%	1%
53度茅台酒(元/斤)	36	40	41	42	43	44
增速	5.15%	11.01%	0.48%	3%	2%	2%
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	60	62
增速	-1%	41%	1%	10%	3%	3%
<b>营业收入(百万元)</b>						
高度茅台酒	9838	15728	22350	24225	29840	34389
其中: 年份酒	1600	2200	2700	540	737	929
53度茅台酒	8238	13528	19650	23685	29103	33461
低度茅台酒	1011	1223	1682	1766	2001	2268
系列酒	783	1451	2423	1454	1919	2533

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 7: 三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					资产负债表				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	26,455	31,321	34,110	39,523	货币资金	22062	32611	41314	52315
YOY	44%	18%	9%	16%	应收和预付款项	4029	2647	2823	11597
营业成本	2,044	2,469	2,629	3,083	存货	9666	13399	14270	929
毛利	24411	28851	31480	36440	其他流动资产	265	1	1	1
% 营业收入	92%	92%	92%	92%	长期股权投资	4	4	4	4
营业税金及附加	2573	2662	2899	3359	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	9.7%	8.5%	8.5%	8.5%	固定资产和在建工程	7200	8400	9600	10800
销售费用	1225	1879	1705	1779	无形资产和开发支出	863	855	848	722
% 营业收入	4.6%	6.0%	5.0%	4.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	2204	2662	2729	2767	资产总计	44998	57843	68377	76079
% 营业收入	8.3%	8.5%	8.0%	7.0%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-421	-430	-612	-775	应付和预收款项	9526	14337	17695	15902
% 营业收入	-1.6%	-1.4%	-1.8%	-2.0%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	3	0	0	81	其他负债	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	9544	14337	17695	15902
投资收益	3	3	3	3	股本	1038	1038	1038	1038
营业利润	18831	22081	24762	29232	资本公积	1375	1375	1375	1375
% 营业收入	71.2%	70.5%	72.6%	74.0%	留存收益	31737	39088	45565	54360
营业外收支	-130	-300	0	0	归属母公司股东权益	34150	41502	47978	56773
利润总额	18700	21781	24762	29232	少数股东权益	1304	2004	2704	3404
% 营业收入	70.7%	69.5%	72.6%	74.0%	股东权益合计	35454	43506	50682	60177
所得税费用	4692	5423	6166	7279	负债和股东权益合计	44998	57843	68377	76079
净利润	14008	16357	18596	21954					
归属于母公司所有者的净利润	13308	15657	17896	21254					
少数股东损益	700	700	700	700					
现金流量表					财务指标				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428	毛利率	92%	92%	92%	92%
取得投资收益收回现金	0	3	3	3	三费/销售收入	11%	13%	11%	10%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	70%	69%	71%	72%
无形资产投资	-4212	-1499	-1210	-1210	EBITDA/销售收入	71%	70%	72%	74%
固定资产投资	0	-1200	-1200	-1200	销售净利率	53%	52%	55%	56%
其他	0	9	0	0	ROE	39%	38%	37%	37%
投资活动现金流净额	-4199	-1497	-1207	-1207	ROA	30%	27%	26%	28%
债券融资	0	-18	0	0	ROIC	39%	37%	36%	36%
股权融资	392	0	0	0	销售收入增长率	44%	18%	9%	16%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	54%	18%	12%	18%
筹资成本	-421	-430	-612	-775	EBITDA 增长率	53%	17%	12%	19%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	51%	17%	14%	18%
筹资活动现金流净额	-3915	-18	-8305	-11420	总资产增长率	29%	29%	18%	11%
现金净流量	3807	10549	8703	11001	股东权益增长率	17%	1%	51%	30%
					经营现金净流增长率	17%	1%	51%	30%
					流动比率	3.8	3.4	3.3	4.1
					速动比率	2.8	2.5	2.5	4.1
					应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	75.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**作者简介:**

**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**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
	机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242
李岚			021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
北京保险/私募		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
银行/信托		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。