

旺季热销，坚定看好茅台转型

买入 维持

事件：

根据媒体报道，茅台集团董事长袁仁国透露 13 年茅台集团实现销售收入 402 亿，同比增长 13.77%；14 年茅台集团销售收入目标将突破 450 个亿。

我们的观点：

- **民间高端消费能力超预期，茅台的大众投资逻辑在事实面前被不断加强：**茅台近期销售火爆，部分经销商出现断货，一线城市中转库存被抢空，大规模调货价小幅上涨 20 元，至 880-900 元附近。春节前散客的消费能力已经证明了民间的消费力，婚宴、年会、个人送礼、家庭聚餐等都开始消费茅台，依托其强大的品牌影响力，茅台抢占了绝大多数高端酒市场份额，大众高端消费第一品牌的地位初见端倪。
- **随着渠道建设逐步完善，高端大众消费选择茅台的趋势将持续并扩大：**过去茅台的主要消费群是党政军，大众消费者很难有渠道购买茅台，今年公司通过放开经销权，着力开发了餐饮、超市、名烟名酒店等大众消费渠道的经销商，并加强与电商等新型渠道合作，渠道覆盖面的增加将使越来越多潜在消费者买得到茅台。
- **预计 13 年公司实际出货量约 1.8 万吨，且渠道基本无库存，14 年完成任务希望较大：**我们预计 13 年茅台真实出货量为 1.83 万吨（计划内 1.08 万吨、开放经销权放量 4000 吨、年底部分经销商提前执行 14 年的计划约 2500 吨，出口返售约 1000 吨）。且目前渠道库存很少，基本都被市场消化，14 年集团任务为销售增加 50 亿（YoY 12.5%），约合计划外茅台 2000 吨，在 14 年计划已被提前执行 2500 吨的情况下，完成任务的可能性较大。
- **盈利预测及投资建议：**预计 13-15 年收入分别为 302 亿、336 亿和 380 亿，YOY 为 14%、11%和 13%；净利润分别为 152 亿、172 亿和 195 亿，YOY 为 14%、13%和 13%；EPS 为 14.6 元、16.54 元和 18.75 元，股价对应 7.8X14PE。茅台大众转型的趋势已经非常明显，越来越多的消费者接受茅台只是时间问题，建议战略投资茅台长期成长的投资者已可以买入。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	18,402	26,455	30,240	33,594	38,001
增长率 (%)	58.2%	43.8%	14.3%	11.1%	13.1%
归母净利润(百万)	8,763	13,308	15,156	17,166	19,461
增长率 (%)	73.5%	51.9%	13.9%	13.3%	13.4%
每股收益	8.441	12.819	14.599	16.535	18.746
市盈率	22.90	9.91	8.70	7.68	6.77

食品饮料行业

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

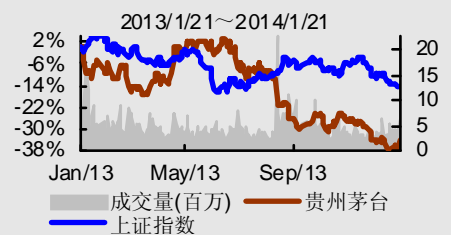
研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《海天味业：渠道下沉+品类扩张推动未来成长》

2014/1/20

《行业周报：关注大众食品在旺季的防御价值》

2014/1/19

《麦趣尔：乳业烘焙疆内领先，双轮驱动成长》

2014/1/14

《三全食品：激励彰显增长信心，助力长期发展》

2014/1/6

《山西汾酒：2014 创新发力，拥抱大众酒的春天》

2013/12/29

图 1: 茅台 13 年开始向大众消费转型的主要举措

时间	开发市场举措
2013 年 3 月	公司与银基集团合作开发欧洲部分海外市场
2013 年 5 月	公司尝试开发商务消费者，帮助经销商与地方大型企业牵线搭桥
2013 年 5 月	走亲民路线，捐赠 1 亿元善款助 2 万学子上学
2013 年 7 月	茅台招募新经销商，新经销商以 999 元/瓶的团购价订取 30 吨以上的飞天茅台，次年可以获得订购量 10% 的计划配额。
2013 年 7 月	宣布与酒仙网战略合作，酒仙网将代理包括汉酱、仁酒、飞天、年份酒在内的茅台集团旗下全线产品
2013 年 7 月	战略性提出“三个转型、五个转变”：发展战略转型、营销策略转型、管理模式转型；公务消费向商务消费转变，高端客户向普通客户转变，专卖渠道向直销渠道转变，被动营销向主动营销转变，国内市场向国内外市场并重转变。
2013 年 8 月	与分众传媒合作加大楼宇广告投放力度，开发商务市场。
2013 年 10 月	与家有购物合作，进入电视购物渠道。
2013 年 11 月	对老经销商开放计划外订货，老经销商以 999 元/瓶的团购价订取 30 吨以上的飞天茅台，次年可以获得订购量 20% 的计划配额。
2014 年 1 月	成立个性化定制营销公司，进军个性化定制酒市场

资料来源：宏源证券研究所

图 2: 估算 13 年茅台实际销量 1.8 万吨，较 12 年增长 8.9%(单位：吨)

	2012	2013E
高度茅台（直供）	6000	0
高度茅台（经销商）	9500	9500
低度茅台	1300	1300
13 年新增举措	开放经销权	4000
	提前执行 14 年的计划	2500
	出口返售	1000
合计	16800	18300

资料来源：宏源证券研究所

图 3: 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	资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	26,455	30,240	33,594	38,001	货币资金	22062	33386	41130	53924
YOY	44%	14%	11%	13%	应收和预付款项	4029	2556	2823	11155
营业成本	2,044	2,384	2,632	3,015	存货	9666	12936	14284	909
毛利	24411	27857	30961	34986	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	2722	3023	3420	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	9.7%	9.0%	9.0%	9.0%	固定资产和在建工程	7200	8400	9600	10800
销售费用	1225	1663	2049	2470	无形资产和开发支出	863	855	848	722
% 营业收入	4.6%	5.5%	6.1%	6.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	2204	2419	2687	2926	资产总计	44998	58055	68202	77189
% 营业收入	8.3%	8.0%	8.0%	7.7%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-421	-436	-617	-787	应付和预收款项	9526	14012	14599	12768
% 营业收入	-1.6%	-1.4%	-1.8%	-2.1%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	3	0	0	78	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	14012	14599	12768
投资收益	3	3	3	3	股本	1038	1038	1038	1038
营业利润	18831	21492	23821	26882	资本公积	1375	1375	1375	1375
% 营业收入	71.2%	71.1%	70.9%	70.7%	留存收益	31737	39625	48486	58604
营业外收支	-130	-350	0	0	归属母公司股东权益	34150	42039	50899	61017
利润总额	18700	21142	23821	26882	少数股东权益	1304	2004	2704	3404
% 营业收入	70.7%	69.9%	70.9%	70.7%	股东权益合计	35454	44043	53603	64421
所得税费用	4692	5285	5955	6720	负债和股东权益合计	44998	58055	68202	77189
净利润	14008	15856	17866	20161					
归属于母公司所有者的净利润	13308	15156	17166	19461					
少数股东损益	700	700	700	700					
现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E	财务指标	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%	12%	12%	12%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	70%	70%	69%	69%
无形资产投资	-4212	-1549	-1210	-1210	EBITDA/销售收入	71%	71%	70%	71%
固定资产投资	0	-1200	-1200	-1200	销售净利率	53%	52%	53%	53%
其他	0	9	0	0	ROE	39%	36%	34%	32%
投资活动现金流净额	-4199	-1547	-1207	-1207	ROA	30%	26%	25%	25%
债券融资	0	-18	0	0	ROIC	39%	36%	32%	30%
股权融资	392	0	0	0	销售收入增长率	44%	14%	11%	13%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	54%	14%	10%	13%
筹资成本	-421	-436	-617	-787	EBITDA 增长率	53%	14%	10%	13%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	51%	13%	13%	13%
筹资活动现金流净额	-3915	-18	-7267	-8305	总资产增长率	29%	29%	17%	13%
现金净流量	3807	11324	7743	12794	股东权益增长率	17%	8%	26%	38%
					经营现金净流增长率	17%	8%	26%	38%
					流动比率	3.8	3.5	4.0	5.2
					速动比率	2.8	2.6	3.0	5.2
					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:

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。

刘洋: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2 年银行工作经验, 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	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		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	zhouidi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		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。