一季度价格稳定，继续参与反弹 买入 维持

事件：我们和其他机构合作于春节前后对北上广一线城市，以及浙江江苏等地茅台销售情况进行跟踪，详细信息见正文图 1 和图 2。

报告要点：

- **大众消费支撑春节旺销，断货问题普遍存在，提货节奏控制或致一季度茅台价格保持平稳：**
  - **春节旺销+提货节奏控制，部分区域节后大规模出货价上涨 20 元：**茅台终端价格已下降至大众消费可接受的区间，江浙等不少婚宴市场开始消费茅台，专卖店及商超出现断货现象，节后大规模出货价上涨 20 元，目前大部分区域销售价已达到 900 元以上。
  - **1Q 计划量消化殆尽，短期内茅台价格有望保持平稳：**进入节后淡季，茅台需求有所减少，但由于经销商库存较低，且 2、3 月计划已经基本执行完毕，一季度价格有望保持平稳。
- **经销商利润空间增厚，或将主动加强渠道和品牌建设，茅台转型将越走越快：**春节旺销消化掉市场上大部分二批商库存，且茅台 14 年加强了提货节奏控制，在当前价格体系下，大规模出货价格在 860-900 元，茅台计划内部分顺差有望达每瓶 40 元以上，部分经销商及商超茅台售价 1000 元以上且能顺利走量，大商 999 元库存也逐步被消化，**经销商利润空间的增厚有望驱动其主动加强渠道和品牌建设，茅台转型也将由公司层面向经销商层面逐步推进，转型步伐有望越走越快。**
- **转型成功趋势逐步明朗，建议战略性持有茅台：**经过 13 年终端价格回落和渠道建设的逐步完善，茅台已经成为大众“买得到”、“消费得起”的高端白酒品牌，且 14 年春节旺销及节后价格不降反升，茅台打消了市场对大众需求能否承接政务消费的疑虑，茅台长期需求见底回升已经确定，向大众转型趋势逐步明朗，建议战略性持有。
- **盈利预测及投资建议：**预计 13-15 年收入为 302 亿、336 亿和 380 亿，YOY 为 14%、11%和 13%；净利润 YOY 为 14%，13%和 13%；EPS 为 14.6 元、16.54 元和 18.75 元，公司一季度业绩有望超预期，且长期需求见底回升，转型成功趋势逐步明朗，维持“买入”评级。

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	11.70	10.27	9.07	8.00

食品饮料研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-51782231

Email：chensongkun@hysec.com

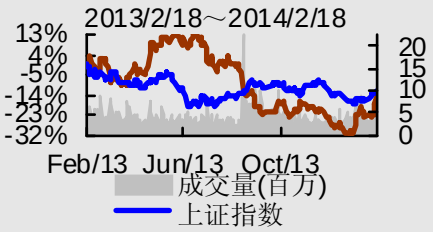
研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

Email：liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《节后批价回升，估值修复行情继续》 2014/2/14

《青青稞酒：西藏工厂取得许可证，增加税收优惠》 2014/2/14

《中炬高新：调味品快速增长，地产贡献业绩》 2014/1/26

《伊利股份：奶粉和高端奶高增长，业绩超预期》 2014/1/23

《顺鑫农业：低端白酒高增长，14 年可持续》 2014/1/22

春节期间茅台在沿海及内地均呈现出旺销态势，部分区域节后价格上涨 20 元，大众消费转型效果初步显现：

- **北上广一线城市节后总体价格变动不大，部分专卖店价格上涨**，且春节期间走量情况较好，茅台终端价格已下降至大众消费可以接受的区间，**不少婚宴市场已开始用茅台**，导致部分专卖店及商超出现断货现象；
- **部分区域大规模出货价上涨 20 元左右**，部分专卖店销售价格达 1000 元以上，仍然出现断货，反应出大众旺盛的消费需求；
- **其他市场**中，长沙团购价格 880 元，较一线城市及江浙地区低，安徽和重庆地区部分经销商团购价格达 900 以上，但春节期间旺销，且部分商家断货。

经销商库存较低，断货问题普遍存在，大部分经销商已完成一季度计划量，我们判断短期内茅台价格下跌风险不大：

- **春节期间旺销导致断货问题普遍存在**：节后物流恢复，但北上广及江浙地区经销商均出现产品断货问题，反映出在茅台价格下降下，大众消费的旺盛消费能力；
- **断货问题短期内将持续，茅台价格下跌风险不大**：大部分经销商已完成一季度计划量，且个别经销商已提前拿到 2、3 季度计划量，我们判断 2 月底经销商提货对市场冲击较小，1 季度内断货问题仍将存在，茅台价格下跌风险不大。

当前价格体系下一批商利润空间增厚至 40 元：预计目前茅台一批商大批量出货价格 860-900 元左右，部分经销商及商超售价 1000 元以上，大商 999 元成本的茅台库存也逐步被消化：

- 从各区域市场来看，目前茅台团购价格普遍在 880-920 之间，**一批商大批量出货价格 860-900 元左右，茅台出厂价格 819，在当前价格体系下一批商利润空间达 40 元左右**；
- 对于去年新增的经销商，在新的销售政策体系下（999 元/瓶进货的经销商可再按 819 元/瓶配给 10-20%），部分经销商及商超售价 1000 元以上，大商茅台库存也逐步被消化。

图 1：部分地区茅台春节后销售情况跟踪

区域	经销商	价格	备注
重庆	茅台经销商	团购价格 910-950	春节期间价格变化不大，销量没有具体统计，但应该是同比微增，没有什么库存，春节假期最后一天还有人要酒。
苏州	白酒经销商	节前调货价 880	经销商手里暂时没货，要等几天
长沙	白酒经销商	前几天拿货 880	春节期间销售不错，对很多烟酒店的调查，高档酒主要就是茅台和五粮液。没有政府机关来买的，不过企业和个人多多少少有些松他们

上海	业内人士	茅台价格起来了，大规模出货价 920 元，团购 950 元	在市场走访中了解中，现在部分专卖店已经限购了，限购 5 箱
吉林	业内人士	节后价格与节前一致	不过市场需求明显减少。断货在东北也有，一季度任务很多经销商已经完成了，有货的经销商库存也很少，有探底回暖趋势。
宁波	业内人士	经销商调货价格 870-880 元，比上周略涨	
上海	播尚商贸有限公司	零售 1200 元（开票），不开票 1100 元，成箱购买 1000 元	现在还有大箱 9 箱，小箱子 9 箱库存。听说厂里现在要进行控量，前期茅台供大于求，大区都在开会要控量，因此价格不会下来
	黔宝商贸有限公司	零售 1099 元，量大最低 1000 元	
	上海酉昊贸易有限公司	团购 950 元，能开票，与节前价格无大的变化	10 箱的话现在有货，没有听说有限购
	茅台自营店	零售 1159 元，量大的话 1100 元，开票	现在库存比较充足，没有限购
	上海盛京酒库	单瓶 930 元，成箱 950 元	现在价格下来了，比较好卖的，有不少人婚宴也会选择茅台
浙江	杭州凤起东路店	单瓶 1200，量大的话 1000 不开票，1100 开票	10 箱左右有货，大批量的话要提前说，没有限购，库存不多
	杭州香瑶食品有限公司	单瓶 1050 元，开票，量大 950 元，开票	今天店里没有货，明天才有。过几天是否还有货也不好说
	杭州国酒茅台自营店	最低团购价格 1119 元，开票	有货
	宁波华鑫酒业有限公司	价格现在不好说，随行就市	现在没货，不知道什么时候会有货
	台州惠丰工贸	批发 900 左右	有货
	国酒茅台杭州萧山	团购 1000 元，50 箱以上 980 元	断货非常厉害，今天有，不知道明天是不是还有
江苏	无锡市中糖酒业	零售 1190 元，批发 1000 元	货充足
	常州市开源贸易有限公司	批发 980 元/瓶	无货，一周左右到货
	苏州市恒祺商贸有限公司	零售 1000 元左右，批发 920 元	由于到郑州的货车翻车，要 25 号左右才能到货
	南京中天酒业	断货	要 10 天左右才可到货
	南京雨花台玉冠酒业经营部	零售价 1159 元，批发 950 元	货充足
广州	广州超扬贸易有限公司	团购 950 元，微涨	茅台广东省级经销商表示，目前茅台批发、团购价格小幅上涨。广东地区经销商推限购现象比较普遍，2014 年春节期间销售情况比 2013 年要好得多，在一定程度上已出现供不应求的状态。据其了解，大部分经销商已经执行完了今年一季度的合同量，部分经销商已执行完了 6 月份的合同量。

北京	北京密云经销商	920 元	目前库存压力不大，
	北京通州区经销商	50 件 890 元，10 件 920 元	库存压力不大，50 件都可以马上 提货
	北京柘苑商贸有限公司门头沟区专卖店	1050 元	库存不多，超过 20 件就需要等
	北京勃海通宝商贸有限公司海淀区专卖店	1000 元	库存不多，2 月份的货还没有到，春节期间销售情况良好，因此现在拿货多需要等
	北京安胜隆泰商贸有限责任公司海淀区专卖店	1000-1050 元	现在库存不多，春节期间销量很好，2 月份指标已经卖完了，公司额外多给了一些指标
	北京市糖业烟酒公司酒类经营分公司	960 元	库存压力不大，可以马上提货
天津	天津市大通源洲商贸有限公司和平区专卖店	980 到店谈价格还可以商量	库存压力不大，可马上提货
	北方国际集团天津丝绸进出口股份有限公司	930-950 元	30 件现在没问题，多了就够呛，春节期间销量良好，天津很多经销商都没货了，我这里也就 30 件左右
北京（商超）	北京东城区家乐福	980 元	
上海（商超）	乐购	1088 元，断货	
	卜蜂莲花	断货，春节销售情况好	
	农工商	986 元	
	大润发	988 元	

资料来源：市场调研，宏源证券研究所

图 2：部分地区茅台春节前销售情况跟踪

区域	经销商	价格
上海	业内人士	大规模出货价低到 870 元
吉林	业内人士	出货价 900 元，价格比较稳定
上海	播尚商贸有限公司	开票零售 1200 元，不开票 1100 元，团购 1000 元
	黔宝商贸有限公司	五箱以下 1099 元，开票
	上海酉昊贸易有限公司	零售 1000 元，一箱 950 元，可开发票
	茅台自营店	零售 1159 元，整箱 12 瓶以上 1119 元
	上海循达商贸有限公司	零售 1000 元

北京	东城区北河沿大街	1150-1180 元
	东城区北二环	团购价格 900-1000 元，行情不好，会选择低价出货
	东城区朝阳门内大街	团购价格 1100 元，十箱以上批发价格是 1000 元
	海淀区羊坊店路	1119 元最低价格
	西城区五路通街	1100 元最低
	崇文区珠市口	1100 元 今年都是 1000 多元
	朝阳区樱花西街	不开发票 1050 开发票 1100 指导价是 1190 元，900 多根本都进货进不了，今年价格都比较低，年前也没有涨。
浙江	杭州凤起东路店	一箱以上 1000 元，不开票
	杭州香瑶食品有限公司	一箱以上 960 元，单瓶 1000 元，有客户刚买了 12 箱
	宁波华鑫酒业有限公司	1000 元不到，没货了，进来卖太好，年前进不了货
	台州惠丰工贸	900 元左右，
	温州市欧品尚经贸有限公司	1000
	国酒茅台杭州萧山	1200
江苏	无锡市中糖酒业	零售：1190 团购 1000
	常州市开源贸易有限公司	950
	苏州市恒祺商贸有限公司	920
	苏州市国酒茅台黄埭	900
	南京中天酒业	920 元，卖太快，年前存货总共只剩 15 件
安徽	淮南市酒城商贸经营部	1200 元，有存货 量不多
	安庆光彩大市场诚兴糖酒站	950 元
	合肥市临泉路美晨雅阁	1100
广东	深圳市坪山新区	零售 1099 元，5 箱以上最低 1049 元
	深圳福田区天安车公庙工业区	零售 1100 元，一箱团购 930 元
	深圳市福田区景田路	批发价格 920 元
上海（商超）	世纪联华	原价 1680 元，促销价格 888 元
	乐购	958 元，22 日开始促销，降价 30 元左右
	易初莲花	998 元，此前 1380 元，有货
	农工商	986 元

资料来源：市场调研，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
营业收入	**26,455**	**30,240**	**33,594**	**38,001**
YOY	44%	14%	11%	13%
营业成本	2,044	2,384	2,632	3,015
毛利	24411	27857	30961	34986
% 营业收入	*92%*	*92%*	*92%*	*92%*
营业税金及附加	2573	2722	3023	3420
% 营业收入	*9.7%*	*9.0%*	*9.0%*	*9.0%*
销售费用	1225	1663	2049	2470
% 营业收入	*4.6%*	*5.5%*	*6.1%*	*6.5%*
管理费用	2204	2419	2687	2926
% 营业收入	*8.3%*	*8.0%*	*8.0%*	*7.7%*
财务费用	-421	-436	-617	-787
% 营业收入	*-1.6%*	*-1.4%*	*-1.8%*	*-2.1%*
资产减值损失	3	0	0	78
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	21492	23821	26882
% 营业收入	*71.2%*	*71.1%*	*70.9%*	*70.7%*
营业外收支	-130	-350	0	0
利润总额	18700	21142	23821	26882
% 营业收入	*70.7%*	*69.9%*	*70.9%*	*70.7%*
所得税费用	4692	5285	5955	6720
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
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	-1549	-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	-1547	-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	-436	-617	-787
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-3915	-18	-7267	-8305
现金净流量	3807	11324	7743	12794

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	22062	33386	41130	53924
应收和预付款项	4029	2556	2823	11155
存货	9666	12936	14284	909
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	58055	68202	77189
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	9526	14012	14599	12768
长期借款	0	0	0	0
其他负债	18	0	0	0
负债合计	9544	14012	14599	12768
股本	1038	1038	1038	1038
资本公积	1375	1375	1375	1375
留存收益	31737	39625	48486	58604
归属母公司股东权益	34150	42039	50899	61017
少数股东权益	1304	2004	2704	3404
股东权益合计	35454	44043	53603	64421
负债和股东权益合计	44998	58055	68202	77189

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	92%	92%	92%	92%
三费/销售收入	11%	12%	12%	12%
EBIT/销售收入	70%	70%	69%	69%
EBITDA/销售收入	71%	71%	70%	71%
销售净利率	53%	52%	53%	53%
ROE	39%	36%	34%	32%
ROA	30%	26%	25%	25%
ROIC	39%	36%	32%	30%
销售收入增长率	44%	14%	11%	13%
EBIT 增长率	54%	14%	10%	13%
EBITDA 增长率	53%	14%	10%	13%
净利润增长率	51%	13%	13%	13%
总资产增长率	29%	29%	17%	13%
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

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	zhoudi@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

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范围包括证券投资咨询业务。