

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

业绩底部探明，品牌壁垒可保长期增长

—贵州茅台（600519）14 年年报及 15 年 1 季报点评

证券研究报告-公司点评

买入（维持）

撰写日期：2015 年 4 月 21 日

报告关键要素：

- 公司高端白酒第一品牌的地位难以撼动，消费升级的大趋势下仍有稳步增长的动力，业绩底部基本探明，目前的估值优势十分明显。预计公司 15 年、16 年 EPS 分别为 14.79 元、16.26 元，对应 4 月 21 日收盘价 257.43 元的 PE 为 17 倍、16 倍，维持对公司的“买入”评级。

事件：

- 公司发布 14 年年报及 15 年 1 季报。14 年营业收入 315.74 亿，同比增长 2.11%；归属于上市公司股东的净利润 153.50 亿，同比增长 1.41%；EPS 13.44 元/股。15 年 1 季度营业收入 85.44 亿，同比增长 14.69%；归属于上市公司股东的净利润 43.65 亿，同比增长 17.99%；EPS 3.82 元/股。

表 1：公司主要财务指标

	累计				单季			
	2012	2013	2014	1Q15	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
营业收入同比	43.8	16.9	2.1	14.7	-1.3	-5.3	9.7	14.7
EBIT 同比	53.6	16.0	2.9	17.0	0.0	-8.8	18.7	17.0
母公司股东净利润同比	51.9	13.7	1.4	18.0	-3.4	-9.4	14.5	18.0
毛利率	92.3	92.9	92.6	93.2	93.0	91.8	92.4	93.2
净利率	53.0	51.6	51.5	54.2	54.0	50.2	49.7	54.2
ROE（未年化）	45.0	39.4	32.0	7.9	7.7	7.4	9.1	7.8

资料来源：公司公告、中原证券

点评：

- **收入增速逐季回升，业绩底部基本确立。**公司 14 年收入增长 2.1%，其中 1—4 季度单季的同比增速分别为 5.80%、0.89%、-3.91%、10.76%，3 季度为增长的低点，4 季度有明显回升，15 年 1 季度增速继续上升至 14.7%，业绩底部基本确立。预收账款 14 年末较 14 年初增长 148.48%，15 年 1 季度末同比增长 72%，较 14 年末增长 88%，14 年销售收现率 106%，15 年 1 季度销售收现率 120%，显示公司报表收入较为扎实。
- **毛利率保持稳定，15 年压力不大。**14 年茅台酒毛利率 93.67%，同比下降 0.91 个百分点，系列酒毛利率 57.20%，同比下降 9.59 个百分点。但由于茅台酒收入维持 5% 的正增长，系列酒收入大幅下滑 50%，高毛利的产品占比上升，14 年公司整体毛利率仅较 13 年下降 0.3 个百分点，为 92.6%。15 年 1 季度公司毛利率有所提升至 93.2%。目前茅台酒终端市场较为稳定，春节较旺的销售情况也显示目前价位具备消费承接力，预计今年价格下调压力的不大。
- **腰部酱香酒市场有望成为新的增长点。**公司以“做强茅台酒、做大系列酒”为战略定位，在保持高端白酒优势地位的同时，进行下分子、副品牌的有机整合与升级。公司的目标是至少打造两个系列酒品牌成为全国化中高端品牌，成为公司主要的业绩增长点，实现中低端市场的有效扩张，确保公

司在酱香酒市场的绝对领先。目前我国酱香酒市场占比较小，13年产量在白酒总产量中的占比仅3.5%，收入在白酒行业总收入中的占比仅8%，且市场呈现倒金塔格局，高端酒占比重更大，中端与低端缺乏全国性的强势品牌。由于茅台酒长期对中高端消费人群的口感培育，酱香酒口味具备全国化的基础，而酱香酒相对健康的特性也为越来越多的消费者认知，中端与低端酱香酒市场有望成为未来快速增长的白酒细分市场。公司今年以“赖茅”品牌推出系列新品，市场表现值得期待。

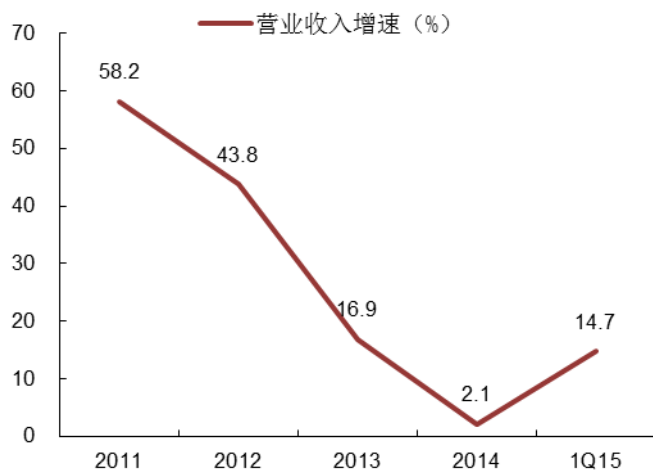
- **投资建议：**公司高端白酒第一品牌的地位难以撼动，消费升级的大趋势下仍有稳步增长的动力，业绩底部基本探明，目前的估值优势十分明显。预计公司15年、16年EPS分别为14.79元、16.26元，对应4月21日收盘价257.43元的PE为17倍、16倍，维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示：**1、食品安全风险；2、终端需求大幅回落。

表2: 2014年公司主营业务营收增长与毛利率变化

	营业收入 (百万元)	营业收入 同比增长	毛利率	毛利率同比增减 (百分点)
茅台酒	30,637.42	5.44%	93.67%	-0.91
系列酒	935.45	-49.87%	57.20%	-9.59

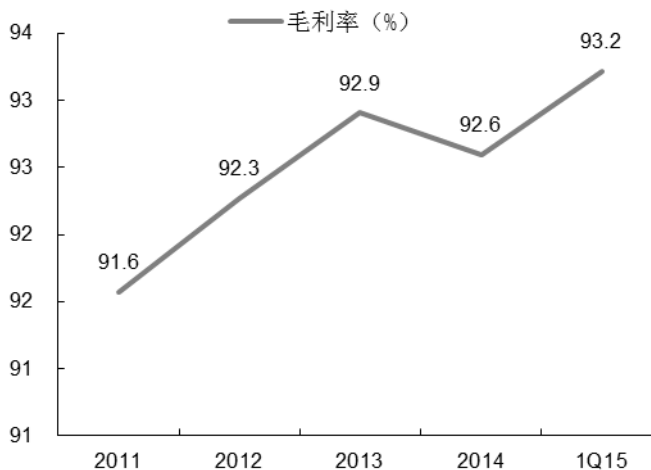
资料来源：公司公告、中原证券

图1: 营业收入同比增速



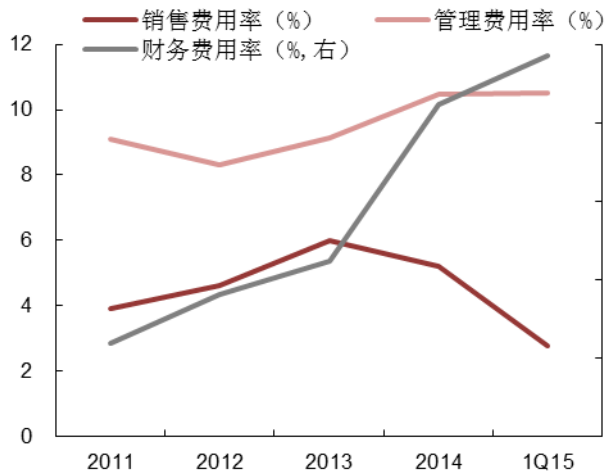
资料来源：公司公告、Wind、中原证券

图2: 毛利率变化



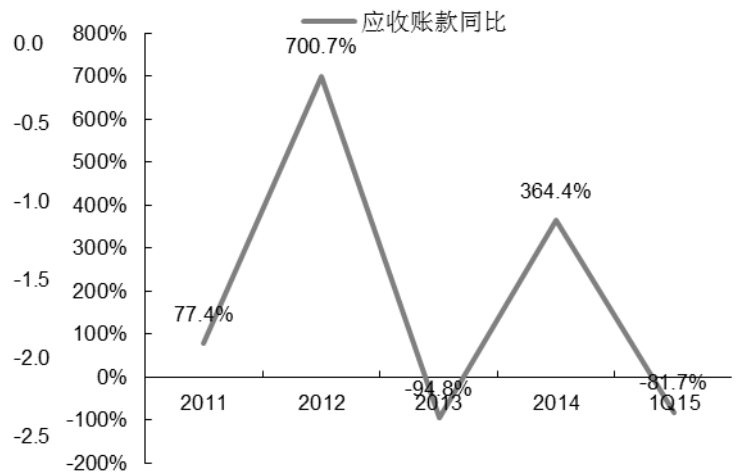
资料来源：公司公告、Wind、中原证券

图3: 期间费用率变化



资料来源: 公司公告、Wind、中原证券

图4: 应收账款同比



资料来源: 公司公告、Wind、中原证券

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。