

贵州茅台 (600519)

证券研究报告

2017年07月24日

茅台走向世界，世界第一名酒雏形初现

最新跟踪：价格红线基本失守，三季度放大供给

根据我们调研情况显示茅台实际的成交价在公司 1299 元的红线之上，一批价各地有所差异，经销商惜货情绪在加剧。由于公司二季度放货情况趋缓，供需在六月底的时候进一步失衡。公司已经确认三季度加大放货，保证中秋的供应。

行业看中国白酒产能过剩，去产能的同时出海是必然

2004 年后白酒行业迎来了发展的黄金期，到 2012 年开始受到经济下行、限制三公消费等的影响，增速回落，但随着消费在 GDP 中的占比提高，白酒行业呈现复苏迹象，2016 年产量达到 1358.36 万吨。整个“十二五”期间，白酒行业年均产量均达到千万千升级别。为了解决产能过剩，一要加快国内对中小酒业的并购，二要积极拓展新的市场。

海外市场对高端烈酒需求不断增长

发达国家酒类市场对烈酒的消费量大，对高端烈酒的价格敏感度低，是茅台这种高端烈酒的理想市场。除美国等发达国家，发展中国家也可能是茅台的未来市场，我们研究发现印度酒类市场初步呈现消费升级的迹象，对高端和超高端烈酒的消费不断增长。

茅台出口独具优势

茅台走出国门走向世界一直在进行着，海外收入占比也逐年提升，2016 年达到 5.13%，海外收入增速超过总收入增速。白酒是世界八大烈性酒之一，在我国有悠久的历史 and 广泛的客户群，而茅台又有“国酒”之称，是“一带一路”的核心产品之一。茅台在海外多样化销售渠道，精选经销商、进驻酒吧以及高端酒店；多样化营销手段，借助社交平台、海外华人以及其文化内涵提升认知度，强化品牌力。这为茅台成功走向世界带来了更多可能性。

海外扩张带来估值提升

我们研究了帝亚吉欧以及保乐力加，在业务全球化加深的过程中，二者都经历了估值水平的提升。同时，对比达能、雀巢以及 Dean food 发现，海外占比高的达能、雀巢相较专注国内的 dean food 有一定的估值溢价。

投资建议：17 年供需失衡已经显现，18 年提价预期强烈

公司 18 年提价预期强烈，会大幅提升公司业绩。预计 17/18/19 年 EPS16.95/22.76/27.51 元，给予 18 年 27X 估值，12 个月目标价 615 元，28%空间，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全、海外对于白酒接受度没有提高

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,446.86	40,155.08	49,377.14	65,355.39	81,007.49
增长率(%)	3.82	20.06	22.97	32.36	23.95
EBITDA(百万元)	23,007.29	25,278.67	31,265.83	41,807.09	50,483.83
净利润(百万元)	15,503.09	16,718.36	21,289.40	28,596.76	34,562.63
增长率(%)	1.00	7.84	27.34	34.32	20.86
EPS(元/股)	12.34	13.31	16.95	22.76	27.51
市盈率(P/E)	38.34	35.56	27.92	20.79	17.20
市净率(P/B)	9.30	8.15	7.05	6.00	5.08
市销率(P/S)	17.77	14.80	12.04	9.10	7.34
EV/EBITDA	10.35	14.00	17.94	12.21	10.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	473.20 元
目标价格	615 元
上次目标价	615 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股股本(百万股)	1,256.20
A 股总市值(百万元)	594,432.80
流通 A 股市值(百万元)	594,432.80
每股净资产(元)	62.90
资产负债率(%)	30.70
一年内最高/最低(元)	485.00/287.56

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040003
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《贵州茅台-公司深度研究:高端衍生品的力量——从星巴克增长模型看茅台 30 倍为何能持续》 2017-06-01
- 《贵州茅台-年报点评报告:市值超越帝亚吉欧只是开始，上调目标价至 500 元》 2017-04-21
- 《贵州茅台-公司点评:不畏浮云遮望眼，估值提升待何时——季度数据点评》 2017-02-22

内容目录

1. 国内白酒行业欣欣向荣，茅台供需需要三季度放货调节	4
2. 海外扩张是推荐茅台的终极逻辑	4
3. 必然性——白酒行业产能过剩，出口是比去产能更好的办法	4
4. 可能性——海外有需求，茅台有意愿	5
4.1. 国外市场对于高端烈酒的消费能力及需求	5
4.1.1. 发达国家市场	5
4.1.2. 发展中国家市场	7
4.2. 海外战略是高端酒公司的必然战略	7
4.3. 茅台自身的出口战略与出口优势	8
4.3.1. 茅台走向世界的道路	8
4.3.2. 公司的海外战略规划是茅台酒在海外销售的核心推动力	9
4.3.3. 茅台的产品特色	9
4.3.4. 国家出口政策优势	9
4.4. 茅台海外销售渠道的优化	10
4.4.1. 销售渠道的多样化	10
4.4.2. 营销手段的多样化	11
5. 海外扩张带来明显估值提升	12
6. 国内动销强劲，国外持续改善，茅台无愧食品饮料定海神针	14

图表目录

图 1: 白酒产量及增速	4
图 2: 北美地区酒类与软饮料销量对比	5
图 3: 北美市场烈性酒收入及增速	6
图 4: 美国与高收入国家平均人均 GNI 增速对比	6
图 5: 美国高净值人群财富增长	6
图 6: 美国超高端烈酒销量占比提升	7
图 7: 印度高净值人群及其财富增长情况	7
图 8: 帝亚吉欧股价走势	8
图 9: 茅台海外收入及增速	8
图 10: 茅台海外收入占比	8
图 11: 茅台海外收入增速与总收入增速对比	9
图 12: 中国出国留学人数及增速	11
图 13: 国内居民出境人数及增长率	11
图 14: 帝亚吉欧不同地区收入占比 (12、13 年采用不同区域划分方法)	12
图 15: 帝亚吉欧 PE 变化	12
图 16: 保乐力加分区域收入占比	13
图 17: 保乐力加法国收入占比变化	13
图 18: 保乐力加 PE 变化	13
图 19: 达能收入分区域情况 (2016)	13
图 20: 雀巢收入分区域情况 (2016)	13
图 21: 达能前十大国家市场收入占比	14
图 22: 达能、雀巢及 Dean food PE 对比	14
表 1: 北美地区酒类分品类增长	5
表 2: 美国不同收入人群经常饮酒比例	6
表 3: 印度各档位烈酒销量占比	7
表 4: 帝亚吉欧主要产品价格	10

1. 国内白酒行业欣欣向荣，茅台供需需要三季度放货调节

从目前市场反馈的情况来看，茅台一方面在严厉打击违规经销商，并且明确给出了价格红线，另一方面是经销商和终端不断高涨的价格，叠加二季度本身公司就在控货，导致的结果就是基本买不到茅台，大部分地方的成交价在 1500 元左右，这一现象贯穿二季度始末。我们认为价格是茅台的生命线，控制价格仍然是这两年的头等大事，三季度公司已经明确会加倍供应，保证中秋销售供应。

与此同时，茅台价格的居高不下也给了身后名优白酒大片的的价格空间，郎酒、老窖已纷纷提价，五粮液再次提价的预期强烈。茅台带动行业的逻辑仍然在演绎，我们认为行业良性的发展需要量价相互呼应，白酒这样成熟的行业内，短期内价格的急速上涨不是积极的信号，茅台的量价平衡还肩负着整个行业的重任。

2. 海外扩张是推荐茅台的终极逻辑

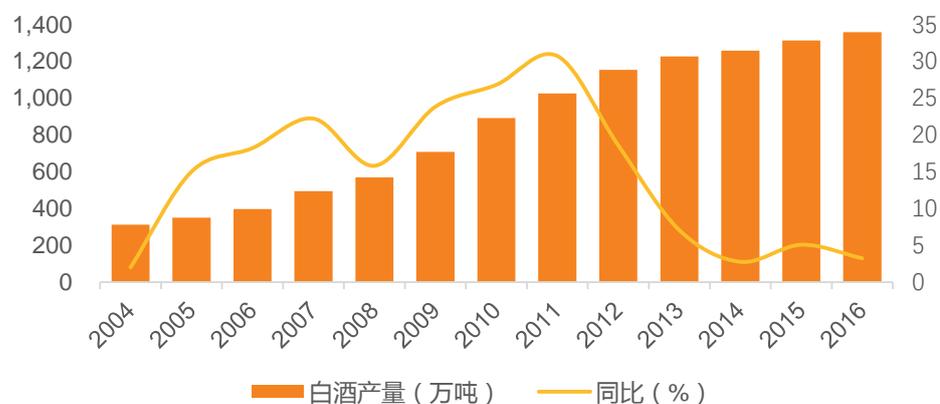
我们认为提升茅台估值水平的有四个逻辑，替代性份额夺取，滞后性提价预期，无限升级效应，海外业务扩张。这四个逻辑按照时间维度上看是由短到长的，短期来看前两点可以支持茅台估值水平到 27 倍，后两点则是未来维持茅台的估值在 27 倍水平的理由。

本文重点论述我们提出的茅台估值提升四大逻辑中的海外扩张逻辑。从时间维度上看，海外扩张逻辑是最长的，需要最多时间去实现、验证，但我们认为茅台出海的趋势是不可挡的。食品饮料类公司，海外业务占比高的，一定比国内业务占比高的公司估值高。因为证明了公司有海外扩张的能力，份额空间一下就打开了，我们可以看到无论是帝亚吉欧还是乳制品的雀巢达能，在区域扩张的同时估值是不断打开的。茅台现在作为中国一路一带里面最核心的产品，这几年在海外的占比不断攀升。虽然量还比较小，但这个趋势是不可挡的。无论从消费者接受度，经销商结构还是终端销售网点结构来看，茅台在海外销售是向好的。

3. 必然性——白酒行业产能过剩，出口是比去产能更好的办法

自 2004 年亚洲金融危机余波过后，中国白酒行业迎来了发展的黄金期。从 2004 年到 2011 年白酒产量由 311.70 万吨提升到 1025.55 万吨，CAGR 达到 18.55%。2012 年开始受到经济下行、限制三公消费等的影响，增速回落，2014 年同比增幅仅为 2.75%，是 2004 年以来增速最低的一年。至 2015 年，随着消费在 GDP 中的占比提高，白酒行业呈现复苏迹象，全年产量达到 1312.80 万吨，同比增长 5.07%。酿酒产业“十二五”规划中提出，截至 2015 年年末，我国白酒产能将达到 960 万千升的目标。但据国家统计局的数据显示，截至 2014 年年底，我国白酒行业累计产量就已达 1257.13 万千升。

图 1：白酒产量及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

事实上，整个“十二五”期间，白酒行业年均产量均达到千万千升级别。虽然国内白酒市场仍有增长空间，但自 2012 年起，白酒行业已经有产能过剩的迹象，白酒的暴利时代即

将走向终结，将走入消费主权和挤压式增长的时代。为了解决产能过剩，一要加快国内对中小酒业的并购，二要积极拓展市场。为了未来的长远发展，茅台作为高端白酒的龙头企业，需要创新发展模式，寻求市场创新，积极开拓海外市场。

4. 可能性——海外有需求，茅台有意愿

4.1. 国外市场对于高端烈酒消费能力及需求

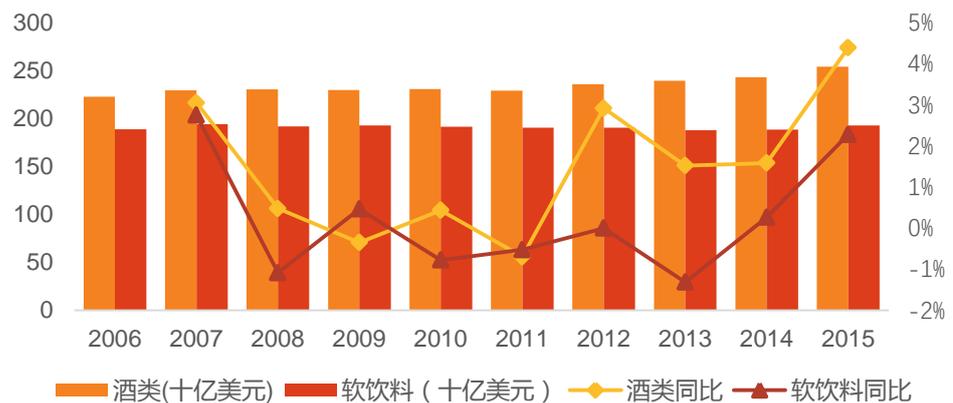
4.1.1. 发达国家市场

美国、日本等发达国家是烈酒消费升级开始较早的国家，收入提升和成熟烈酒消费者群体扩大是其消费升级的主要推动因素。这些发达国家酒类市场对烈酒的消费量大，对高端烈酒的价格敏感度低，是茅台这种高端烈酒的理想市场。

生活及饮酒习惯

在较为寒冷的地区，酒类的消费量比普通软饮料要多。而在酒类的消费中，又以烈性酒的消费居多。同时随着生活习惯、收入等的改变，北美的烈性酒市场近几年的发展远远好过其他饮料产品和酒类产品。

图 2：北美地区酒类与软饮料销量对比



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

表 1：北美地区酒类分品类增长

	酒类总计			
		烈性酒	啤酒	红酒
近 4 年年复合增长率	2.6%	3.0%	2.2%	2.4%
近 9 年年复合增长率	1.5%	1.8%	1.1%	1.9%

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 3：北美市场烈性酒收入及增速



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

收入增长提升高端烈性酒需求

居民收入的增长、高收入人群的增多促进了对高端烈酒需求的增长。以美国为例，即便作为发达国家，美国的居民收入仍保持较高的增速。同时根据 pwc 与 ubs 的报告显示，世界已进入 20 世纪初之后的第二个“镀金时代”，以美国为首的高净值人群（high net worth individuals）乘着技术创新与互联网经济的浪潮，积累了大量财富。

图 4：美国与高收入国家平均人均 GNI 增速对比



资料来源：世界银行, 天风证券研究所

图 5：美国高净值人群财富增长



资料来源：PWC, 天风证券研究所

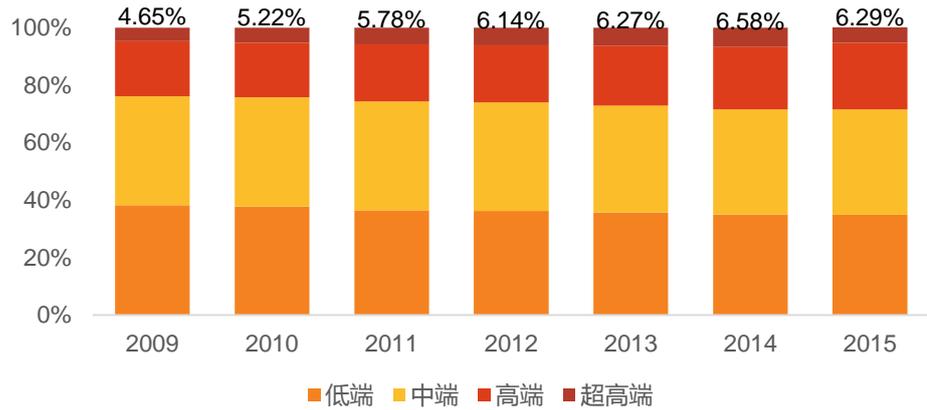
并且，美国卫生部的数据显示，高收入人群饮酒比例更大。因此，近几年美国超高端烈酒的销量增速远高于行业整体增速。销量占酒类整体销售的占比不断提高。这为作为高端、超高端烈酒的茅台的海外市场拓展带来了机遇。

表 2：美国不同收入人群经常饮酒比例

收入	现在经常饮酒
小于 3.5 万美元	40.70%
3.5-5 万美元	46.60%
5-7.5 万美元	54.30%
7.5-10 万美元	58.70%
10 万美元以上	67.30%

资料来源：美国卫生部, 天风证券研究所

图 6：美国超高端烈酒销量占比提升



资料来源：DISCUS，天风证券研究所

4.1.2. 发展中国家市场

除美国等发达国家，发展中国家也可能是茅台的未来市场。以印度为例，伴随着居民收入的增长，高收入人群的增加，印度酒类市场初步呈现消费升级的迹象，对高端和超高端烈酒的消费不断增长。

表 3：印度各档位烈酒销量占比

	低端	中端	高端	超高端
2009	53.67%	39.30%	4.17%	2.84%
2010	52.55%	38.67%	5.91%	2.87%
2011	53.88%	36.70%	6.37%	3.05%
2012	55.12%	34.82%	7.14%	2.92%
2013	54.27%	34.54%	8.16%	3.03%
2014	54.99%	33.69%	8.24%	3.07%

资料来源：Euromonitor，天风证券研究所

图 7：印度高净值人群及其财富增长情况



资料来源：CapGemini，天风证券研究所

4.2. 海外战略是高端酒公司的必然战略

以帝亚吉欧为例。帝亚吉欧的发展历程大致可分为三个阶段：

第一阶段：并购、兼并重组。自 1997 年，帝亚吉欧由健力士和大都会合并形成，继承了两家公司的优势，多元化经营食品饮料和酒类等业务。

第二阶段: 发展高端业务和成熟市场。2000 年开始,帝亚吉欧开始聚焦高端烈酒战略, 重点发展成熟市场, 并着手剥离非核心的一些低收益业务。

第三阶段: 开拓新兴市场。从 2013 年至今, 帝亚吉欧仍以并购等方式开拓新兴市场。帝亚吉欧看到了印度、中国等烈酒市场的高端化趋势和消费升级, 开始着手进入新兴市场。这一阶段的收入增速虽然放缓, 但股价高企。新兴市场的开拓意味着销售能力提升, 销售渠道打开。股价提高体现了市场对新兴市场开拓的信心。

图 8: 帝亚吉欧股价走势



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

4.3. 茅台自身的出口战略与出口优势

4.3.1. 茅台走向世界的道路

茅台走出国门走向世界的道路, 从 0-1 很艰难, 但是只要根基深, 从 1-100 可以很快。

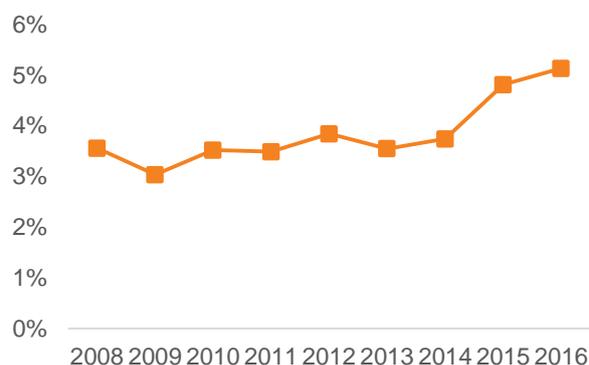
- 1955 年, 茅台酒在中国香港、澳门及马来西亚、新加坡等东南亚国家和地区注册, 进行销售。
- 1986 年, 茅台集团跻身贵州省首家创汇 50 万美元企业, 获得贵州省政府表彰。
- 2010 年, 586 吨茅台走向海外, 同比增长 55%, 实现出口创汇 5000 万美元以上。
- 2011 年, 茅台集团出口创汇再创历史新高, 首次突破 1 亿元美元。
- 2014 年, 茅台酒出口额首次突破 2 亿美元, 共出口茅台酒及系列酒 1080 吨, 其中茅台酒 1068 吨、系列酒 12 吨, 出口创汇 2 亿美元, 比上一年同期增加 25%。
- 此后的茅台出口, 依然保持着良好的势头。

图 9: 茅台海外收入及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 茅台海外收入占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

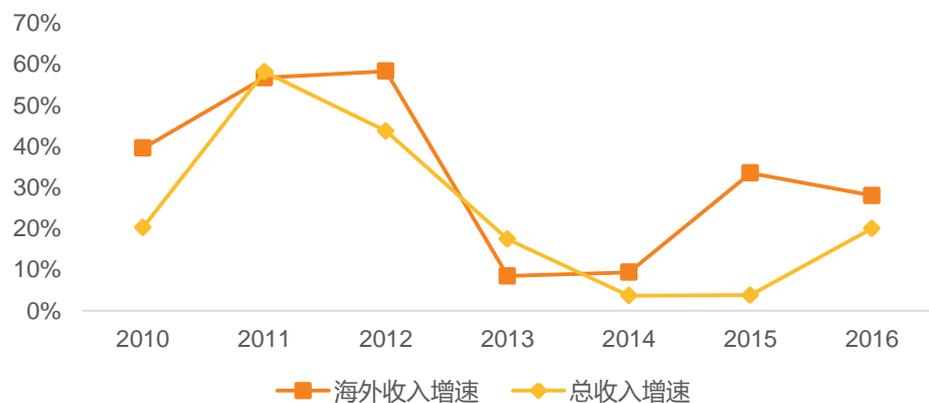
纵观以上时间节点，我们可以发现，茅台征战国际市场的每一次重大进展，所用时间越来越短。和 1915 年首次亮相海外相比，到 1955 年计划经济时期象征性试探港澳和东南亚市场，用了 40 年；到改革开放初期茅台跻身全省创汇 50 万美元企业，用了 30 年；再到出口创汇增加 100 倍达到 5000 万美元以上，用了 15 年；而突破 1 亿美元翻番只用了 1 年，突破 2 亿美元再翻一番用了 3 年。

4.3.2. 公司的海外战略规划是茅台酒在海外销售的核心推动力

茅台海外扩张的战略目标十分明晰。在 2015 年底的茅台海外经销商大会上，茅台集团明确指出未来五年内，海外市场要全力实现年均增长率 15% 以上，并且力争到 2020 年海外销量占比达到 10% 以上，消费群体向西方主流市场为主的群体结构转化。

在这一战略目标的指导下，茅台近几年海外销售增速明显，远远高于国内销售。2015 年前三季度共计出口茅台酒及系列酒 958.27 吨，与去年同比增长 27.50%，实现出口创汇 1.72 亿美元，与去年同比增长 23.20%，完成全年出口计划的 78.34%。2015 全年实现海外收入 16.08 亿元。2016 年 1-4 月出口茅台酒同比增长 40%，完成了全年计划的 32%。2016 茅台酒在海外的销售额达到了 20.59 亿，同比增长了 28.05%。

图 11：茅台海外收入增速与总收入增速对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3.3. 茅台的产品特色

白酒是世界八大烈性酒之一，在我国有悠久的历史 and 广泛的客户群。与其他食品相关行业不同的是，白酒凭借其独特的口感、酿造工艺，以及千百年来形成的中国酒文化，具备不可替代性。其他烈性酒如威士忌、伏特加、白兰地等都无法与白酒比拟。中国白酒是世界著名的蒸馏酒，然而，盛名之下的中国白酒却愣是成了被关在园内的春色，长期出不了墙。2014 年，中国的白酒占世界烈性酒生产量的 37.6%，但国际市场份额却不到 8%。反观邻居韩国，2011 年世界蒸馏酒的销售排名中，韩国的真露酒排名第一，韩国的乐天白酒排名第三，销量是 21 亿 3251 万瓶。由此说明，如果通过足够的市场营销，打开销售渠道，中国白酒有很大潜力在世界烈酒销售的国际市场上占据一席之地。

从口感而言，相较于伏特加等烈酒较为单一、纯粹的口感，白酒因其独特的酿造工艺，具有复杂醇厚的口味，也颇受外国人欢迎，口味不是酒类品牌国际化的障碍。在莫斯科、米兰等地，已经有开始用茅台酒勾兑鸡尾酒，外国人非常喜欢。同时茅台有最大的一张名片就是华人的势力越来越强，招待外国宾客只选茅台成为趋势，这是极大的品牌露出和极强的营销宣传。

4.3.4. 国家出口政策优势

从国家的经济战略来说，“一带一路”为中国企业走出去提供了空前的机遇。随着国家推动国际产能合作的步伐，大量基础设施或者具备行业竞争优势的中国企业将走出国门与别国合作，数以百万计的中国工程师、技术工人、商业贸易者，将涌向全球各个国家。在双

方合作过程中，中国白酒业作为“一带一路”的核心产品之一，将随着商业合作走向外国的餐饮、娱乐场所，这将是中国白酒空前的最佳国际化时期。

同时，白酒出口可以享受出口退税补贴。海外茅台占据了很好的价格优势。例如，在越南，500 毫升装茅台只售 50 美元，换算成人民币仅 300 多元。500 毫升装 53 度茅台酒在国内零售价是 1200 元，而在美国纽约华人聚居区法拉盛，1000 毫升装同度数飞天茅台价格为 230 美元，折合人民币约 1500 元(相当于 500 毫升装 53 度茅台酒价格为 750 元人民币)，海外零售价比国内低了将近一半。相比于帝亚吉欧旗下的高端烈酒，茅台在价格上并没有劣势，通过国家意志，渠道丰富，以及品牌美誉度的提升，茅台在海外的销售会不断攀升。

表 4：帝亚吉欧主要产品价格

帝亚吉欧烈酒品牌	单价(美元/瓶)	定位	品类	2014 年销售额 (亿美元)	所在品类世界销售额排名
尊尼获加	>209	高端 + 超高端	威士忌	53	1
斯米诺	>59	中端	伏特加	34	1
摩根船长	>75	中端	朗姆	18	2
皇冠	>198	超高端	威士忌	15	4
百利	>89		利口酒	14	1
诗珑珂	>209	超高端	伏特加	9.5	4
珍宝	>84		威士忌	8	10
坎特一号	>282	超高端	伏特加	6	8

资料来源：vinepair，天风证券研究所

4.4. 茅台海外销售渠道的优化

4.4.1. 销售渠道的多样化

经销商的选择更加精细化。茅台在海外选择经销商的标准也在提高，除了华人代理商之外，茅台慢慢开始选择深谙当地文化，熟悉当地渠道的外国人来做经销商。这样的经销商更容易和当地终端沟通。2015 年，贵州茅台共发展了西班牙、瑞士、拉脱维亚、格鲁吉亚、爱尔兰 5 家新经销商，全部都是外国人来做，这 5 家经销商全年发货 67.8 吨，创汇金额 1155.19 万美元。茅台目前已经在海外 60 多个国家和地区发展了 85 家经销商，其出口份额占据了 中国白酒出口的半壁江山。

酒吧渠道是海外烈酒销售的兵家必争之地。与国内餐桌白酒文化不同，西方国家主要的饮酒场景在酒吧，把茅台作为鸡尾酒的基酒在酒吧进行推广是实现迅速推广的好方法，很多西方烈酒也是通过这种方式在推广他们的产品。比如二战以前，伏特加在俄罗斯和墨西哥以外的国家都很少，但战后因为一款以伏特加为基酒的鸡尾酒受到追捧，伏特加也受到了西方国家的认可。近些年，茅台通过各种海外品鉴会，邀请当地的知名调酒师，根据各自的想象力来调制风格迥异的茅台鸡尾酒，目前这些鸡尾酒还处于宣传阶段，因为国外酒吧的门槛比较高，费用也比较高，茅台现在正在与美国最大的酒类销售企业、美国北方酒业公司洽谈，按照他们的计划，如果茅台成功进驻酒吧，它的销量将比现在增长一半以上。

进驻高端酒店渠道影响意见领袖。2015 年，茅台酒进入纽约华尔道夫酒店酒水单名录(2014 年进入了迪拜帆船酒店)，标志着贵州茅台进一步迈入国际一流政商圈层。除了帮助茅台进入华尔道夫，北美代理商大文行还将茅台酒引入包括 WSWA 在内的众多北美著名酒展，并且培训了各个族裔具有销售经验的专业销售人员，针对非华裔市场推广茅台酒独特的酿造工艺和文化魅力，希望可以打造国酒茅台是全球高端酒类的品牌形象。在这些高档场所的曝光率提升无疑会加大茅台的品牌力，这些地方也多是各行各业意见领袖出入之地，如果茅台酒可以得到他们的认可，在海外烈性酒中的影响力也会大幅提升。

4.4.2. 营销手段的多样化

社交媒体营销缩短茅台在海外认知度的过程。2015年茅台在海外的经销商大会除了运用传统媒介，还通过 facebook, linkedin 以及微信平台向全球直播，增强海外曝光度，这是茅台首次运用社交媒体进行海外宣传。在贵州茅台 Facebook 的主页上对茅台进行了细致的介绍，主页开设最初的5个月，粉丝数就增长到近3万人，平均每月增长5,000人以上。对于西方消费人群而言，通过他们熟悉的社交渠道了解中国最有代表性的白酒文化、质量与口感，社交媒体营销削减了沟通与传播的障碍。

华人力量带动茅台品牌力的提升。目前，世界各地华侨华人总数约为6000万人。我国的海外移民总量为；到1990年为409万人；到2000年为549万人；到2010年为876万人；到2013年为934万人。照此计算，1990年—2000年间，我国海外移民平均每年增加14万人，年均增长3.0%；2000年—2010年间，每年增加32.7万人，年均增长4.8%；2010年—2013年间，每年增加19.3万人，年均增长2.2%。海外华侨是国家“软实力”的载体，无形中传承和传播着中华文化。他们在促进帮助中国企业“走出去”、推动中外文化交流、讲述中国故事、传播中国声音等方面发挥了重要作用。

图 12：中国出国留学人数及增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 13：国内居民出境人数及增长率



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

目前华人消费还是茅台在海外的主力军，国酒茅台在华人眼中是最能代表中国味道的产品之一，是海外游子聚会的首选，因此茅台在未来会随着移民人数以及留学人数的增多而增长。同时，根据我们电话采访来看，华人也会针对茅台向国外的友人进行宣传和炫耀，说炫耀一点不为过，因为在酒文化同样浓烈的西方国家，国人有一瓶拿得出手的茅台酒是可以极大增强民族自豪感的。这样的口碑宣传加大了茅台酒的品牌露出，提升了海外品牌力。

茅台插上文化的翅膀飞的更高。随着中国在世界的影响力加强，世界渴望了解中国，了解

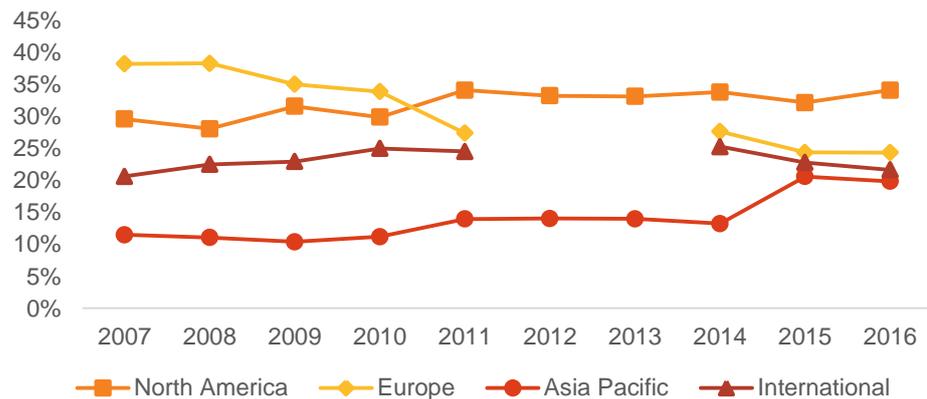
中国的方方面面。2015 年，澳大利亚与新西兰的茅台酒的销量增速达到了 43%。原因是当地茅台经销商在各种社交媒体所做的白酒文化交流互动活动，吸引不同年龄层、不同阶层和不同背景的目标人群，通过了解茅台进而了解酒文化，进而了解中国，间接的拉动了茅台酒的销售。这样的模式在各地很容易复制，从这些年孔子学院的数量可以看出西方对于东方文化的好奇。据中共和国务院国家汉办的统计，从 2004 年美国的第一所‘孔子学院’成立于马里兰大学，到现在已经超过 100 所。截至 2014 年 10 月，全球 125 个国家和地区已经建立了 471 所“孔子学院”和 730 个“孔子课堂”。酒文化作为中国文化的一部分会得到很好的受众。

5. 海外扩张带来明显估值提升

这一部分我们用海外食品饮料公司实例来证明海外业务扩张对公司估值水平的提升作用。

茅台对标海外烈酒公司帝亚吉欧，来自英国，但其业务遍布全球，上文已经对帝亚吉欧的三阶段发展历程进行了描述。帝亚吉欧一直在对新兴市场进行扩张，尤其是亚太地区。具体来看，帝亚吉欧亚太区收入占比从 2007 年的 11.5% 上升到 2016 年 20% 的水平；非洲、拉美等其他地区占比也有所提升。反观欧洲区域收入占比，出现明显下降，十年间从 38% 降到 24%。这些说明帝亚吉欧正在扩张新兴市场，全球化程度不断加深。帝亚吉欧海外业务扩张的同时，公司股票的估值水平也有所上升。

图 14：帝亚吉欧不同地区收入占比（12、13 年采用不同区域划分方法）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 15：帝亚吉欧 PE 变化

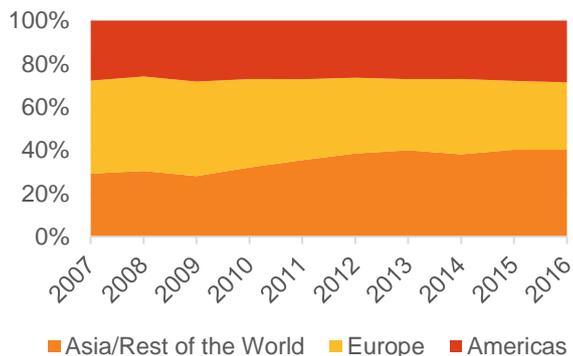


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

保乐力加也是全球著名的烈酒公司，由法国两家最大的酒类公司保乐公司和力加公司于 1975 年合并而成。保乐力加的业务同样在进行海外扩张，亚洲及其他新兴市场的收入占比从 2007 年的 29%，上升到 40.29%，同时发源地欧洲的占比持续下降，十年间从 43% 下降到

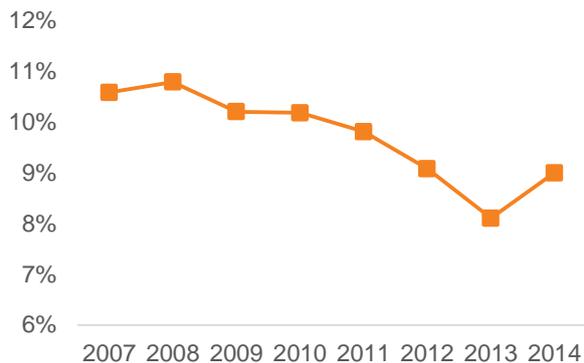
31%，与帝亚吉欧非常相似。在保乐力加海外扩张的同时，股票估值水平同样也存在一个提升过程。

图 16: 保乐力加分区域收入占比



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 17: 保乐力加法国收入占比变化



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

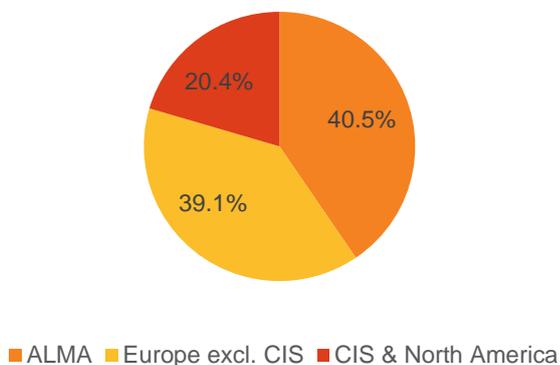
图 18: 保乐力加 PE 变化



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

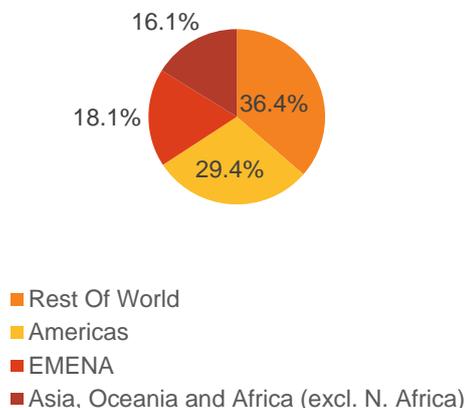
再看海外非酒食品公司结论是类似的。达能和雀巢都是业务多元的食品公司，产品遍布全球。达能在美国收入最多，却也只占总收入的 11%；雀巢在欧洲、中东及北非区域(EMENA)收入占比只有 18.1%，即其收入 80%以上来源于非欧洲区域。可见二者业务全球化程度很高。

图 19: 达能收入分区域情况 (2016)



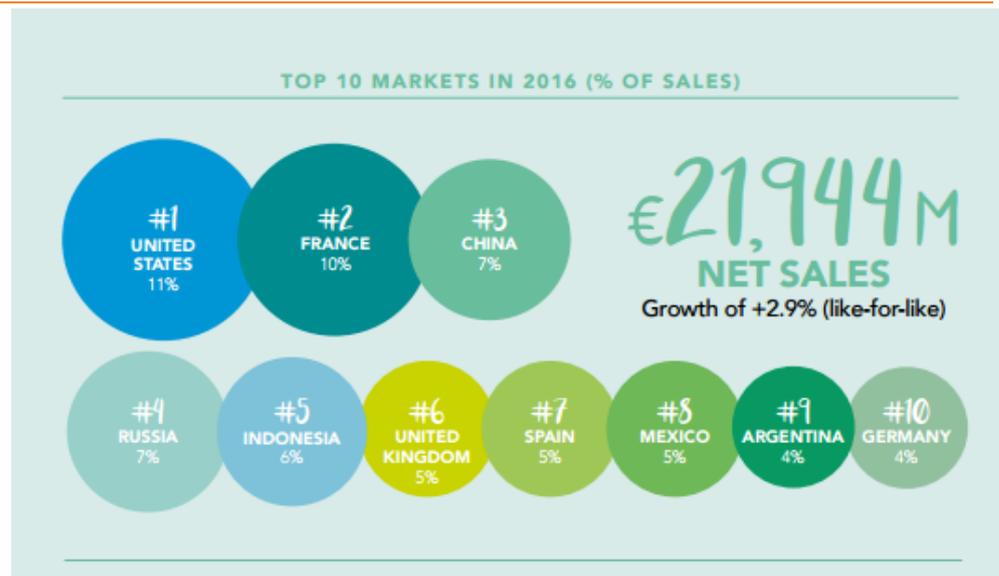
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 20: 雀巢收入分区域情况 (2016)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 21：达能前十大国家市场收入占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

对比美股迪安食品 (Dean food)，美国的奶业巨头，其业务基本集中在国内，2007-2017 年间，国外收入占比最高时只达到 3.2% (2010 及 2011 财年)，其余年份国内收入基本占比 100%。对比达能、雀巢及 Dean food 不难发现，海外扩张程度高、全球化程度高的达能及雀巢拥有更高的估值水平，这是市场给予二者海外扩张能力的溢价。

图 22：达能、雀巢及 Dean food PE 对比



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

通过上述分析可见公司在海外扩张过程中享受动态的估值提升，相较于在地区内部经营的公司，全球化程度高的公司享有一定静态的估值溢价。茅台是国内最有可能扩大海外业务比例的，理应给高估值，且这个高的值是建立在稀缺性上。

6. 国内动销强劲，国外持续改善，茅台无愧食品饮料定海神针

茅台是食品饮料行业最大最有壁垒的单寡头，茅台估值稳定在 25-30 倍的趋势将越发明。国内动销强劲，短期看只要价格稳定基本面就没有风险。从消费品的四个维度看——消费基数/消费频率/单品价格/其他单品规模，茅台未来五年都有稳定增量。这就是在消费升级浪潮中最高端衍生品的力量。我们之前提出的茅台四个增长动力的(替代放量，无限升级，海外扩张以及新品放量)已经逐步得到市场认可，本篇我们详细阐述了茅台海外扩张的可能性以及空间，估值立足 25 倍看向 30 倍。未来提价预期强烈，并且预计今年会提早执行

18 年的量。维持 17/18/19 年 EPS16.95/22.76/27.51 元，给予 18 年 27X 估值，12 个月目标价 615 元，28%空间，维持“买入”评级。我们坚信龙头价值典范的力量。

风险提示：食品安全、海外对于白酒接受度没有提高

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	36,800.75	66,854.96	36,365.61	88,329.37	55,564.75
应收账款	48.45	77.23	145.14	108.20	202.59
预付账款	1,477.73	1,046.10	6,383.25	297.64	8,159.86
存货	18,013.30	20,622.25	27,590.49	28,887.70	46,833.81
其他	8,664.28	1,580.01	9,569.59	7,461.07	11,989.67
流动资产合计	65,004.51	90,180.55	80,054.09	125,083.98	122,750.68
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	11,416.64	14,453.18	15,685.67	16,671.91	17,290.42
在建工程	4,895.15	2,745.58	2,847.35	2,608.41	2,165.05
无形资产	3,582.46	3,531.74	3,451.86	3,371.97	3,292.09
其他	1,383.20	1,962.66	1,467.23	1,582.93	1,649.52
非流动资产合计	21,277.45	22,693.16	23,452.10	24,235.23	24,397.07
资产总计	86,301.46	112,934.54	103,543.24	149,358.34	147,193.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,304.12	2,765.25	3,693.69	3,715.39	6,139.12
其他	17,747.61	34,255.18	11,225.47	40,433.35	15,584.78
流动负债合计	20,051.72	37,020.43	14,919.16	44,148.75	21,723.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.57	15.57	16.30	15.81	15.90
非流动负债合计	15.57	15.57	16.30	15.81	15.90
负债合计	20,067.29	37,036.00	14,935.47	44,164.56	21,739.79
少数股东权益	2,308.19	3,004.41	4,310.47	6,170.42	8,459.43
股本	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20
资本公积	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96
留存收益	62,464.45	71,228.42	83,041.10	97,767.15	115,737.99
其他	(1,169.64)	(965.45)	(1,374.96)	(1,374.96)	(1,374.96)
股东权益合计	66,234.17	75,898.54	88,607.77	105,193.78	125,453.62
负债和股东权益总计	86,301.46	112,934.54	103,543.24	149,358.34	147,193.42

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	16,455.00	17,930.64	21,289.40	28,596.76	34,562.63
折旧摊销	848.15	934.19	745.63	832.57	904.74
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	(3.87)	0.00	(2.32)	(2.32)	(2.32)
营运资金变动	2,551.07	25,123.25	(41,948.00)	36,033.93	(52,920.44)
其它	(2,414.00)	(6,536.84)	1,374.81	1,891.47	2,341.03
经营活动现金流	17,436.34	37,451.25	(18,540.48)	67,352.41	(15,114.36)
资本支出	3,357.63	1,759.17	1,999.27	1,500.49	999.92
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5,406.43)	(2,861.68)	(3,993.16)	(2,986.91)	(2,006.36)
投资活动现金流	(2,048.79)	(1,102.50)	(1,993.89)	(1,486.42)	(1,006.44)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	288.82	237.37	(409.52)	0.00	0.00
其他	(5,876.84)	(8,571.88)	(9,545.46)	(13,902.23)	(16,643.81)
筹资活动现金流	(5,588.02)	(8,334.51)	(9,954.98)	(13,902.23)	(16,643.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	9,799.53	28,014.24	(30,489.35)	51,963.75	(32,764.61)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	33,446.86	40,155.08	49,377.14	65,355.39	81,007.49
营业成本	2,538.34	3,410.10	4,040.52	4,672.64	6,329.51
营业税金及附加	3,449.17	6,508.93	6,419.03	8,822.98	11,532.62
营业费用	1,484.96	1,681.05	2,419.48	2,940.99	3,645.34
管理费用	3,812.85	4,187.19	5,974.63	7,940.68	9,915.32
财务费用	(67.27)	(33.18)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(0.54)	12.33	5.60	5.90	7.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.87	0.00	2.32	2.32	2.32
其他	66.48	123.03	(4.64)	(4.64)	(4.64)
营业利润	22,158.99	24,265.63	30,520.20	40,974.52	49,579.08
营业外收入	4.82	8.55	6.65	6.67	7.29
营业外支出	162.10	316.30	235.20	237.87	263.12
利润总额	22,001.71	23,957.88	30,291.65	40,743.33	49,323.25
所得税	5,546.72	6,027.24	7,627.44	10,255.10	12,419.60
净利润	16,455.00	17,930.64	22,664.21	30,488.23	36,903.66
少数股东损益	951.91	1,212.28	1,374.81	1,891.47	2,341.03
归属于母公司净利润	15,503.09	16,718.36	21,289.40	28,596.76	34,562.63
每股收益(元)	12.34	13.31	16.95	22.76	27.51

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.82%	20.06%	22.97%	32.36%	23.95%
营业利润	0.25%	9.51%	25.78%	34.25%	21.00%
归属于母公司净利润	1.00%	7.84%	27.34%	34.32%	20.86%
获利能力					
毛利率	92.41%	91.51%	91.82%	92.85%	92.19%
净利率	46.35%	41.63%	43.12%	43.76%	42.67%
ROE	24.25%	22.94%	25.26%	28.88%	29.54%
ROIC	61.79%	64.70%	325.28%	60.43%	243.37%
偿债能力					
资产负债率	23.25%	32.79%	14.42%	29.57%	14.77%
净负债率	-25.99%	-22.05%	-33.65%	-20.37%	-35.20%
流动比率	3.24	2.44	5.37	2.83	5.65
速动比率	2.34	1.88	3.52	2.18	3.49
营运能力					
应收账款周转率	500.53	639.02	444.11	515.95	521.31
存货周转率	2.03	2.08	2.05	2.31	2.14
总资产周转率	0.44	0.40	0.46	0.52	0.55
每股指标(元)					
每股收益	12.34	13.31	16.95	22.76	27.51
每股经营现金流	13.88	29.81	-14.76	53.62	-12.03
每股净资产	50.89	58.03	67.11	78.83	93.13
估值比率					
市盈率	38.34	35.56	27.92	20.79	17.20
市净率	9.30	8.15	7.05	6.00	5.08
EV/EBITDA	10.35	14.00	17.94	12.21	10.81
EV/EBIT	10.75	14.53	18.38	12.46	11.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com