



2019-05-09

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

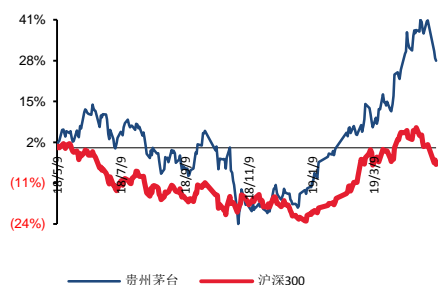
目标价: 1030.0

昨收盘: 884.4

日常消费 食品、饮料与烟草

贵州茅台：集团分食是短期扰动，北上资金决定短期走势

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	1,110,981/1,110,981
12个月最高/最低(元)	974.95/524.00

相关研究报告：

贵州茅台(600519)《贵州茅台一季报点评：一季度再超预期，产品升级是主因》
--2019/04/25

贵州茅台(600519)《贵州茅台：一季报数据超预期，维持目标价1030元》
--2019/04/08

贵州茅台(600519)《贵州茅台年报点评：量价齐升再超预期，重新定义空间和风险》
--2019/03/29

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：

5月5日上午，贵州茅台集团营销有限公司正式成立揭牌，引发市场关注和担忧。贵州茅台集团营销有限公司是茅台集团的全资子公司，与上市公司贵州茅台相互独立，属平级关系，市场担忧控股股东独资营销公司会与上市公司争利，侵蚀上市公司利润，损害中小股东权益。

5月7日，上交所据此下发《监管工作函》，就茅台酒销售配额、营销渠道规划、关联交易以及相应履行的决策程序和信息披露义务等进行问询。

第一、估算交易金额满足《股票上市规则》中关于重大关联交易的定义，但是否需要股东大会表决暂无法判断。

贵州茅台2018年茅台酒的销量为32464吨，2019年的计划量为31800吨，真实发货量可能与2018年持平或略增。假设合规经营的经销合同总量为1.7万吨，则预计有1.48万吨以上茅台酒配额将通过出口、直营店、茅台电商、KA直供以及新成立的集团营销公司进行销售。估算2019年出口的总量约2500吨，直营店和电商等渠道的总量在5500吨以上，KA直供在新招商落地后配额有望超过1000吨，预计集团营销公司以外的渠道将消化9000吨以上，经由集团营销公司销售的茅台酒配额预计在6000吨左右。集团营销公司将重点针对团购、商超等终端客户，与上市公司下属的茅台酒销售有限公司存在交叉。如果渠道规划中茅台酒加大出口、直营店、茅台电商等渠道的配额，或者将更多直营KA划入茅台酒销售有限公司，则经由集团销售公司出售的茅台酒将更少。

《上海证券交易所上市公司关联交易实施指引》规定交易金额在3000万元以上且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的为重大关联交易。同时，贵州茅台在《公司章程》第一百一十四条中规定：董事会根据前款规定进行投资时，单一项目的投资额不得超过公司最近经审计的净资产的百分之十，单一年度的项目投资总额不得超过公司最近经审计的净资产的百分之三十。超过上述比例的投资，应由董事会报经股东大会批准后方可实施。

2018年归属于贵州茅台上市公司股东的净资产为1128.39亿元，对应的5%为56.42亿元、10%为112.84亿元。据此，不考虑系列酒等其他产品的关联交易，按照969元/瓶作为普飞的出厂价，对是否召开临时股东大会进行表决的临界值进行大致的预判：

产品	出厂价 (元/瓶)	吨价 (万元；不含增值税)	对应配额 (吨)	关联交易金额 (亿元)	是否开股东会
普飞	969	182.14	6000	109.28	否
普飞	969	182.14	6195.23	112.84	超过则是
茅台酒	1073	201.72	5593.73	112.84	超过则是

资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

可以看到，普飞按照969的出厂价，则对应6000吨配额所产生的关联交易金额仍在董事会的可决定范围之内，临界值为6195.23吨。若以2018年茅台酒的产品结构和平均吨价201.72万/吨来计，则对应的配额不能超过5593.73吨，不然则必须报股东大会批准后方可实施。考虑2019年产品结构升级、非标产品进一步提价，对应吨价提升，实际的临界值应更少。此外，实际情况还需考虑系列酒销售等关联交易。当然，若将单一项目分拆，亦可能避免。

因此，仅凭现有信息及推断，暂无法判断是否需召开临时股东大会进行关联股东回避的表决。

第二、控股股东成立营销公司并非首例，但独资的形式惹争议，在没有明文规定不合规的情况下，期待茅台集团和上市公司更加公开、透明，及时披露相关的重要信息。

集团公司下，控股股东成立营销公司销售上市公司产品早有先例。山西汾酒原来有部分产品的销售亦属于关联交易，后又并入到股份公司当中；酒鬼酒也借助中粮的力量在加强销售。上述形式有助于加强协同，提升集团和上市公司的综合竞争力。

但茅台集团100%独资的形式，以及未经招标即享受经销商待遇等引发市场担忧。上市公司下属原已成立茅台酒销售有限公司，两者未来可能形成部分交叉，市场担心茅台集团与上市公司争利，侵蚀上市公司利润，甚至影响上市公司实际运营过程中的决策和动力，比如产品提价和控制渠道利润的主动性，伤害中小股东的长远利益。

《股票上市规则》等相关文件中并没有明令禁止控股股东独资成立营销公司的形式，只要在执行相关的销售方案和关联交易时，履行相应的决策程序和信息披露义务，即应视为合规。

李保芳书记曾在不同场合多次强调：“茅台酒营销体制的理顺和完善，要以不牺牲经销商的合法利益为前提。”2018年公司共撤销437家不合法、不合规经营的茅台酒经销商的资格，2019年Q1又清理和淘汰了494家酱香系列酒经销商。整理经销商体系和成立集团营销公司，目的都是为了做好渠道建设，并确保合法经销商利益。未来集团营销公司享受经销商待遇，将打开更加公平、公正的局面。集团营销公司重在“用好增量、管好存量、加强管控、统筹市场”，与社会渠道实现错位发展，与原有营销体系互为补充，共同构建顺应新时代形式、契合时代发展要求的营销体系。只要集团营销公司的出厂价不低于合法经销商的真实出厂价，并形成与社会渠道的错位发展，同时保障原有经销商合同的配额总量相对稳定，将更加有效保障现有合法经销商的利益，也能确保茅台酒的价格体系更加健康。

站在股东和投资人的角度，对关联交易和利益输送的担忧亦合乎情理。我们更期待上市公司从广大股东的角度出发，更加及时、严格、细致地披露相应的决策程序和相关重要信息，让市场看到国酒茅台、白酒上市龙头的大格局以及立足长远、坚定不移维护股东权益的决心，消除大家的疑虑，恢复市场的信心。

第三、集团营销公司对上市公司的短期业绩影响有限，不会显著改变基本面，长期则利好营销转型和渠道管控。

前期市场认为，上市公司可能会通过罚没经销商、回收茅台酒配额、扩大直销直营等方式，完整切割该部分茅台酒销售的渠道利润，大幅增厚上市公司的业绩。这仅是二级市场投资者一厢情愿的最乐观预期，与上市公司的实际经验和有效手段并不一定完全吻合。对上市公司而言，重整渠道生态、保障价格体系健康、确保持续经营和稳定增长才是工作的重点。至于什么时候回笼利润、以什么方式切割、切割的程度等，都需从长计议、谨慎推进。

集团营销公司成立后，短期对集团的收入和利润提升效果较为明显。2018年茅台集团收入859亿元，2019年目标千亿，同比增速16.41%，高于上市公司收入指引的14%，由此可以推断，成立集团营销公司是长期规划后落地的。全资子公司享受茅台酒经销商待遇，将大幅提升集团的收入和利润，为千亿目标增强保障。

对于上市公司而言，2019年茅台酒量增的可能性不大，大概率销量和2018年持平或微增，收入增长的贡献主要依靠价格。我们认为：1、价格对收入增长的贡献在10pct以上，无论是进一步提高非标产品的

吨价，还是升级产品结构、调整渠道，最终都会反映到吨价的提升和利润的弹性上，在费用率平稳向好的情况下，我们看好盈利能力提升和利润的更快增长；2、经销商合同 1.7 万吨保持不变，其余 1.5 万吨左右并非全部进入集团营销公司，无论出口、直营店、茅台电商，还是原有茅台酒销售有限公司的销售配额都会相应增加。结合过往来看，直营店、茅台电商以及 KA 直供等渠道的出厂平均吨价都要高于经销商合同计划内的吨价。并且，进入集团营销公司的配额，如果规范执行 969 以上的出厂价，也可能比原先不合规经销商的平均吨价高一些。3、成立集团营销公司并不会显著地影响上市公司的短期业绩，只要上市公司真实的经营能够支撑收入 14% 的增长，利润高增长的逻辑和基本面就不会变。除非上市公司最终是以提前消化预收款、透支明年提前量的方式来确保今年收入目标的完成，那么年报的预收款对比 2018 年报同比将会明显下滑（在打款政策没有显著变化的前提下），价格对收入增长的贡献不及预期，毛利率和净利率都可能低于预期。我们会跟踪季报的情况判断是否需要及时调整逻辑和盈利预测，目前暂维持原先判断。

长期来看，集团营销公司的成立揭牌，利好营销转型和渠道管控。茅台的渠道体系有望逐步迈入“代理+自营”双线并行的新时代。“三公”消费受限后，茅台的营销渠道急需疏通扩大。从一开始的放开经销权限、增加销售网点，到电子商务包括垂直电商、平台商的布局，再到茅台云商的推出，以及大力发展团购业务，茅台渠道扁平化营销在持续推进。集团营销公司重点发展团购和商超，将进一步实现扁平化、多元化，增强渠道建设，加强渠道管控。

第四、未来茅台酒的提价进程和发货价的平等、透明才是检验集团营销公司操作合规性的主要标准。

当然市场还担心，中长期来看，茅台酒未来近 2 万吨增量的渠道差价利润将收归集团所有。我们认为，只要上市公司还掌握产品价格制定的主导权，对集团营销公司的定价公平、平等、透明，那就无需担忧上市公司的收入和业绩受损。

大胆猜想：第一、2 万吨增量未来也将相对合理均匀地分配，除了销售公司，还有直营门店、KA 直供、出口等渠道；第二、如果经销合同的出厂价抬升，或以某种方式压缩了渠道价差、回收部分渠道利润，那么对应地，集团营销公司也可能匹配经销商待遇；第三、中短期来看，上市公司可借助与集团营销公司之间的关联交易，以出厂价的变化为手段，适当调节利润的分配，确保上市公司业绩的稳定和增长，特别在 2019-2021 年这三年间，茅台酒无法放量，这一块的调节是业

绩平稳增长的又一层保障。

因此，判断集团营销公司是否侵蚀上市公司的利益，主要就看茅台酒定价的主导权和提价的意愿；平等、透明的发货价是检验合规性的标准。拉近点看，可以关注明年茅台预期的提价是否落地，提价的幅度是否符合预期以及集团营销公司的发货价是否也对应提高。如果这些层面都没有问题，那么大家的担忧就没有必要。除非上市公司未来大幅增加集团营销公司的销售比例，或者集团限制上市公司的产品提价等情况出现了，才说明上市公司利益被侵蚀。

所以我们整体上的结论是，集团营销公司的设立，短期对市场的情绪有影响，但是对短期的业绩影响不大，只要基本面和逻辑没有问题，相信很快也能消化。如果明年初或未来某个时间段茅台酒的出厂价再度上调，市场的担忧和疑虑也有望打消，短期不必过分悲观和纠结。

第五、茅台商标许可协议的独占许可期限较长，初始的费用率相对合理，集团在上市公司持续做大销售额之后受益金额快速扩大。

除了关联交易以外，投资者还关注控股股东具备商标归属权的情况下可能出现的利益输送。为此，我们对茅台商标归属以及商标许可和授权的情况进行了追溯和梳理，详见附录表格。

附录：茅台商标归属相关资料梳理

(1) IPO 招股书披露：

关联方	名字	关联事项 ¹
主发起人、控股股东	中国贵州茅台酒厂有限责任公司	IPO时披露商标许可协议（包括贵州茅台、茅台、贵州、茅台女王、汉帝茅台酒、茅台MOUTAI、茅台王子、茅台不老等），以独占许可的方式，期限50年，2001-1-1~2050年底，到期后无偿转让给股份公司，商标许可使用费为：2001、2002年两年以酒类产品年销售额的2%支付，2003年起，以1~2%的比例双方协商确定，同时要遵循年度使用费不得超许可期前二年所收取商标使用费的平均值；两年调整一次。
小股东	中国粮油食品进出口公司	飞天商标的所有者，1958年代理出口茅台酒时注册。应对措施：对外宣传淡化飞天商标、加大金轮商标的宣传，市场加大金轮牌茅台酒的投放量和范围。

(2) 2005/5/28 公告披露：

<p>商标使用许可协议修订补充</p>	<p>“飞天”是中国粮油食品进出口公司在1958年开始代理出口贵州茅台酒时所注册的商标,后该商标权归属粮油公司。因历史原因,粮油公司将“飞天”牌贵州茅台酒在境外包括美、俄、日等37个国家和地区进行了注册以出口贵州茅台酒。公司设立前,茅台有限公司以向粮油公司按优惠价格供应一定数量的出口茅台酒的方式以支付“飞天”牌贵州茅台酒商标使用费。公司设立后与粮油公司签订了有关协议,沿袭上述方式继续使用“飞天”牌贵州茅台酒商标。经多方协调,粮油公司将其拥有的上述注册于境外的“飞天”牌贵州茅台酒商标以协议方式有偿归属于茅台有限公司并完成商业安排,而股份公司需支付集团“飞天”牌有关商标的许可使用费拟为每年300万元人民币。</p>	<p>此外,与集团的商标使用协议增加一条:但当乙方使用许可商标的酒类产品年销售额的2%低于许可期前两年所收取商标使用费的平均值时,则该年度的商标使用费以乙方使用许可商标的酒类产品年销售额的2%为准;当乙方使用许可商标的酒类产品年销售额的1%超过许可期前两年所收取商标使用费的平均值时,则该年度的商标使用费以乙方使用许可商标的酒类产品年销售额的1%为准。</p>
---------------------	---	--

(3) 2013/8/31 公告披露:

<p>关联交易</p>	<p>股份公司、销售公司、集团签订《商标许可使用协议》，集团许可给前两者使用，许可使用费：股份公司使用商标的商品年销售额1.5%，销售公司使用许可商标的酒类产品年销售额与其从本公司购买同等产量同类产品购买价年度总额的差额作为基数，根据股份公司支付比例确定销售公司的支付比例。许可使用期限为2013年1月1日至2017年12月31日，约满有绝对优先续约权。</p>
-------------	---

从梳理中可以看到，从中国粮油食品进出口公司有偿获得“飞天”牌有关商标之后，茅台的一系列商标的专属权都归控股股东茅台集团所有，通过商标许可协议的形式，协定商标使用费，授权上市公司及其销售公司使用。商标许可协议规定独占许可期限为50年：2001年至2050年；到期后无偿转让给上市公司；商标许可使用费基本上长期保持为酒类产品销售额的1%-2%之间。

对比格力集团无偿转让商标之前，其与格力电器之间的商标许可使用费用为不低于2500万元的广告费。协议在1995年之前签订，按照1995年格力电器的收入来算，费用率大概为1%左右。两相比较，茅台集团与上市公司签署的商标许可协议，初始的费用率略高于格力，但相对合理；商标许可协议的独占许可期限比较长，集团在上市公司持续做大销售额之后受益金额快速扩大，截至当前粗略估算每年已达10亿元以上级别。但考虑协议签订比较早，且初始设定也相对合理，品牌壮大、销售规模做大之后，应该理解为集团和上市公司共荣的结果。集团几次修订许可协议，但未涉及提高使用费率的情况，应该理解为相对合规。

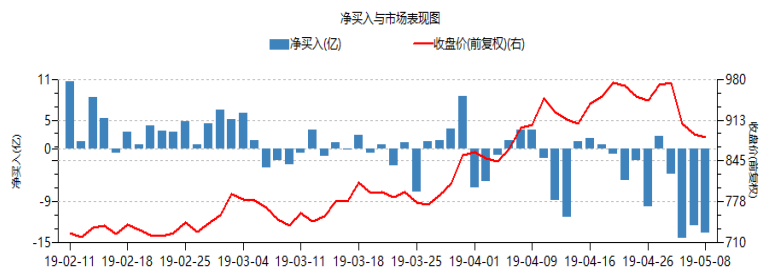
第六、2019年量平价升、盈利能力提升的基本面不变，利润高增长的逻辑不变

2018年茅台酒提前放量，业绩超预期，基数因而垫高。2019年收入增长主要依靠产品结构升级和渠道调整，非标产品也有进一步提价的可能。归结起来，收入增长主要依靠吨价提升，因此利润弹性将会更大。

2019年是茅台集团冲刺千亿的关键年，上市公司对集团收入和净利润的贡献比例非常高。上市公司实现14%以上的收入增长目标大概率将会实现，公司管理层也表现出充分的信心。2019年量平价升，收入确定性比较高，盈利能力有望提升，利润高增长的逻辑没有改变。

第七、北上资金决定短期股价走势，集团营销公司导致股价调整属于短期扰动

因为集团营销公司成立之后，部分中小股东产生疑议，导致股价短期波动调整都属于正常。目前，决定贵州茅台股价走势的主要力量是陆股通、QFII和北上资金等，他们的风险偏好以及价值考量成为首要的因素。在当前的宏观大背景下，只有在陆股通、QFII和北上资金等大幅撤出的时候，短期对股价才会形成比较大的下行压力。但我们认为向下调整的幅度也会相对有限，不会像去年那样出现30%以上的跌幅。而其他次要的因素、短期的扰动经过一段时间的消化之后都可以有效解决。等到今年下半年，无论是提价预期再起，还是其他基本面持续向好，又会推动市场买入，股价企稳后重新上涨是大概率。



数据来源:Wind

第八、盈利预测和目标价：

综合考虑公司的经营计划和增长逻辑，我们预测公司2019-2021年的收入增速分别为15%、13%、14%，净利润增速分别为27%、16%、16%，对应EPS为35.52、41.32、47.94元。

在不考虑2019年增长逻辑变化（如前文所述）的情况下，我们维持2019年EPS 35.52不变。在不考虑普飞继续提价的前提下，我们预测

2020 年公司收入增长 13%、净利润增长 16%。如果明年普飞提价，则必将继续上调明年的增速。

考虑到定价的合理性和持续性，我们按照 2020 年的合理估值水平，即 25 倍 PE 对公司进行定价，目标价为 1030 元，对应 2019 年的 PE 为 29 倍。

风险提示：QFII 和北上资金的短期大规模的退出，有可能是公司股价未来最大的利空，而它们卖出的前提是茅台销售遇到问题，收入利润增速大幅滑坡，或海外金融波动，资金紧张继续撤出。其他基本面很难构成对公司的不利影响。

单位：百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	77199	88779	100321	114365
收入同比(%)	26%	15%	13%	14%
归属母公司净利润	35204	44625	51901	60219
净利润同比(%)	30%	27%	16%	16%
每股收益(元)	28.02	35.52	41.32	47.94
P/E	28.79	22.71	19.53	16.83

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。