

## 茅台依赖降价带动高端扩容和销量增长

公司动态

### ◆渠道利差进一步收缩，市场进一步放量难度加大：

近期我们对多省市主流经销商进行调研，茅台的市场价格随着四季度市场放量，批发价格逐步降低到 820-830 元左右，团购价格保持在 850-860 元，渠道利差继续收缩，茅台出厂从静态和增长需求来看均存在下调可能。

1、茅台 2014 年的增长的同时，整个高端酒的价格被倒逼下降拉开差距，其中典型代表五粮液 2014 年销量继续下降 2000 吨，团购价格下调 50 元，洋河股份价格下降到 350 元，从而实现销量稳定，这一趋势会继续。

2、高端酒竞争格局表面和谐，实则呈现囚徒困境，茅台面对竞争对手的竞争只能降价带动整体高端酒需求增长，进而稳定市场需求，否则面临较大的竞争压力，自身成长空间也在收缩。

### ◆有别于市场的观点：茅台进一步放量依赖高端扩容，降价是核心路径。

1、茅台占比高端市场份额的 47%，进一步挤压市场的相对性价比优势快速降低，迫切需要降价实现高端整体扩容，否则 2015 年公司营收和利润增长将极为有限。

综合来看，茅台 2013-2014 年主品牌逆势增长是典型的品牌优势带来的市场份额提升，2015 年竞争对手政策会更加灵活。

2、高端酒的需求存在较大的价格弹性，名酒进一步增长的空间在于降价后打开接近 10 万吨的 300 元左右的大众市场，会刺激部分消费群的消费升级，或者品牌升级，进而实现茅台的放量，而茅台在行业调整期的放量直接带来未来增长的客户基础和品牌消费群。

3、茅台存在战略风险，价格稳定不能解决渠道利差问题，渠道力下降会带来渠道商退出风险，同时竞争对手降价会强化这一预期，茅台的销量下降风险主要在 2015 年二季度之后，企业存在短期政策空白期。

### ◆对盈利预测、投资评级和估值的修正：

维持公司 2015 年 248 元目标价，维持“买入”评级。

### ◆风险提示：

如果公司的价格策略适当，那么放量难度加大，甚至缩量。

### 业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	26,455	30,922	29,908	30,883	35,140
营业收入增长率	43.76%	16.88%	-3.28%	3.26%	13.78%
净利润(百万元)	13,308	15,137	14,376	14,841	17,362
净利润增长率	51.86%	13.74%	-5.02%	3.23%	16.98%
EPS(元)	11.65	13.25	12.59	13.00	15.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	38.97%	35.51%	27.41%	23.95%	23.78%
P/E	17	15	15	15	13
P/B	6	5	4	4	3

## 买入(维持)

当前价/目标价：190.31/248.00 元

目标期限：6 个月

### 分析师

邢庭志 (执业证书编号：S0930513030001)

021-22169078

[xingtzt@ebsecn.com](mailto:xingtzt@ebsecn.com)

### 联系人

左勇

021-22169049

[zuoyong@ebsecn.com](mailto:zuoyong@ebsecn.com)

### 市场数据

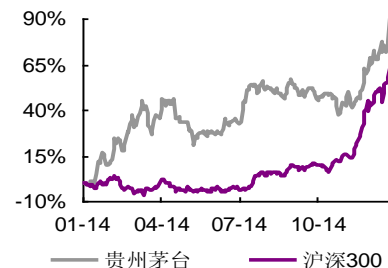
总股本(亿股)：11.42

总市值(亿元)：2203.37

一年最低/最高(元)：118.01/204.24

近 3 月换手率：33.30%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.72	-29.66	17.86
绝对	12.88	19.00	80.63

### 相关研报

茅台高端定价权和品牌力将带来持续的消费群扩容

..... 2014-11-05

计划外有效供给加大，看好明年继续放量

..... 2014-10-30

主流经销商四季度全面增加配额满足大众强劲需求

..... 2014-10-17

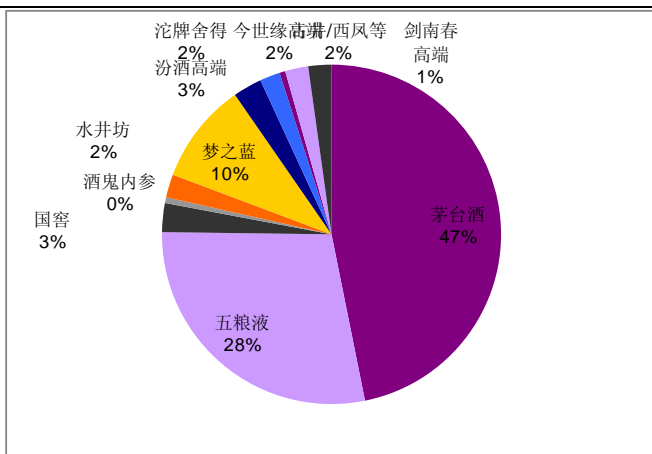
# 1、高端酒扩容需要进一步降价刺激

## 1.1、高端酒需求稳定，需要进一步降价刺激需求增长

零售价格 500 元以上高端酒 2014 年预期不完全统计为 36300 吨，较 2013 年下降 12%，较 2013 年的降幅 21% 显著收窄，但是不采取价格措施下，2015 年预期增长极为有限。

其中贵州茅台一家独大，预期 2014 年销量 17000 吨，占比 47%，2012 年这一比例只有 30%。

图 1：2014 年高端酒市场份额向茅台五粮液显著集中

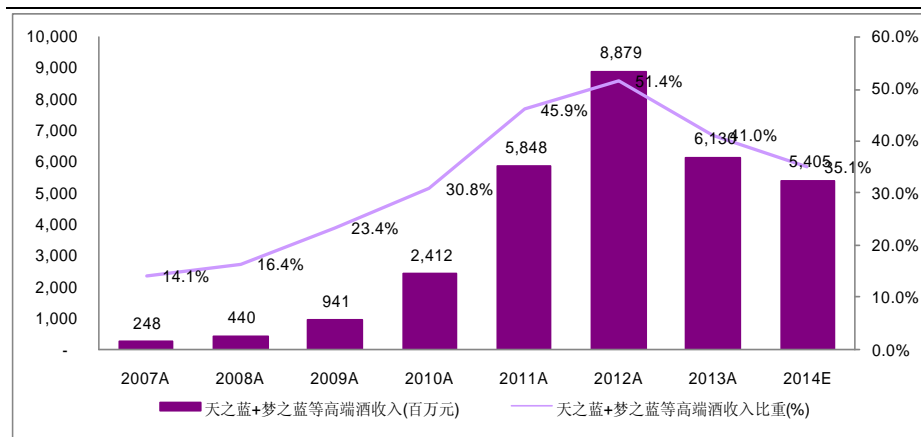


资料来源：经销商调研 光大证券研究所

而在目前的宏观经济背景下，即使考虑到投资的加大，但是由于大型基建基本为大型国有企业主导的格局，高端酒的需求并不符合反腐背景下市场环境需求，刺激力度逻辑上看相对有限。

高端酒的扩容迫切需要进一步整体价格水平的下降实现消费需求的增长，或者说实现真正的大众需求提升，典型案例就是江苏市场洋河梦之蓝 M3 定价到 350 元左右，明显控制了 2013 年的下降势头，消费群显著扩容。

图 2：洋河通过降价使得高端酒梦之蓝+天之蓝下滑幅度控制在 10%

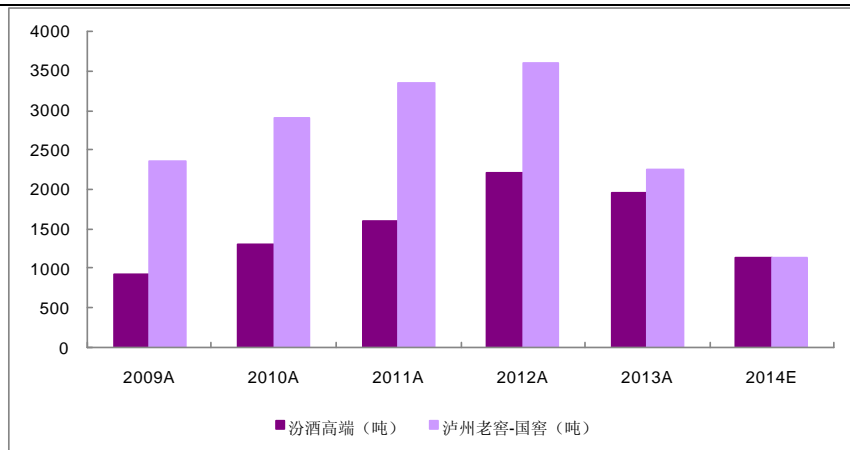


资料来源：上市公司历年公告 光大证券研究所

2014 年洋河在江苏地区将梦之蓝和天之蓝的零售价格由 500 元和 350 元下调到 350 元和 260 元左右,在反腐的严峻形势下实现整体销量稳定,预期 2014 年收入整体基本持平。

2014 年坚持价格刚性的公司中,除茅台之外,高端酒下滑均较为严重。品牌力同样较强的山西汾酒和泸州老窖高端品牌 50%以上下滑。

图 3: 山西汾酒、泸州老窖连续两年下滑 40-50%

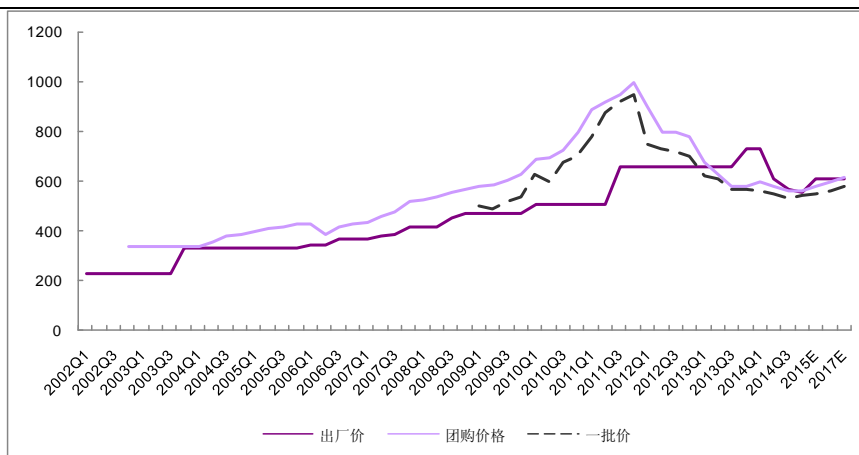


资料来源: 经销商调研 光大证券研究所

国窖、汾酒这些长期高强度广告打造的品牌,和高端酒强势品牌茅台五粮液比较来看,在缺乏价格显著差异优势下,销量的下跌幅度到 2014 年仍然达到 40-50%,反腐的影响主要体现在 2013 年,2014 年在大众和商务市场,不同品牌之间的替代和竞争挤压效应开始增强,茅台在这一阶段的增长体现了显著的品牌和品类优势。

高端酒的价格竞争 2013 年并不激烈,主要是五粮液为主进行了适度的渠道补贴,实际上到 2014 年五粮液的补贴加大,实际团购价格回落到 550 元左右。

图 4: 五粮液实际出厂价 2013 年开始率先下降保持份额,但实际幅度小



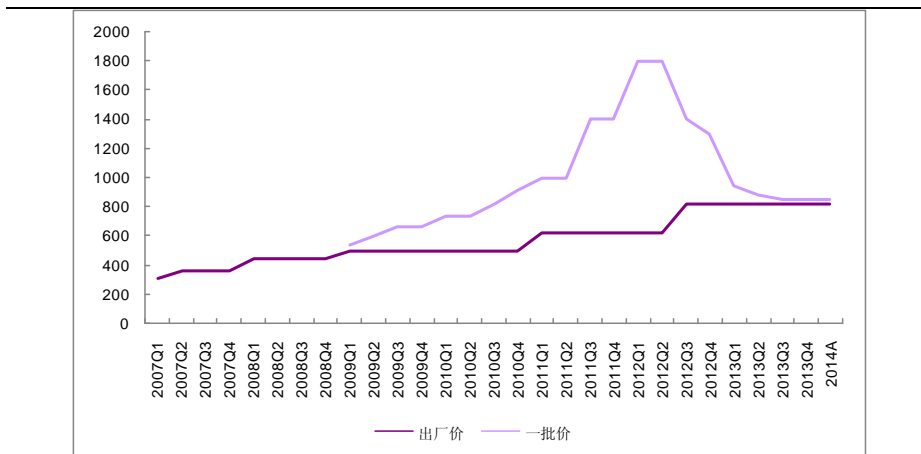
资料来源: 光大证券研究所

五粮液的价格下降幅度从 3 年的时间来看,出厂价格并没有实质性的大幅度下降,2012 年 30%的提价均反映在目前的报表中,目前的出厂价格较为模糊,在 555 和 609 之间,依经销商规模而定。

高端酒依赖相互的市场竞争和价格挤压的策略主要体现在经销商层面，出厂价格相对稳定，五粮液 2014 年的价格调整也只是修正了 2013 年过度提价的行为。

综合来看：过去两年，茅台五粮液的价格调整以渠道的自发调整为主，牺牲经销商集体利益为主，但是即使从品牌力最强的茅台及其经销商来看，进一步调整价格的空间已经极小，2014 年五粮液经销商调整价格带来的负面效应就是出货量大幅度缩减，这是过去十年五粮液从未有过的现象。

图 5：茅台出厂价格和批发价格价差处于历史低点（元/瓶）



资料来源：上市公司公告 光大证券研究所

下一步的价格调整存在较大的必要：

- 1、假设市场供需短期内保持稳定，那么经销商的回报过低将缺乏基本的激励，企业扩大消费群实现转型的压力加大，在渠道下游不畅。
- 2、价格不改变，那么市场供给加大，而需求难以提升，会使得目前的销售体系难以支撑市场增长，甚至出现下降。

在渠道不能继续调整价格或者弹性极小的背景下，整个高端酒的价格调整和销量策略是结合的，特别考虑到完全市场竞争的假设下，企业降价将是一个较为理性的结果。

## 1.2、高端酒需要降价提升渠道利差，提升渠道激励

我们近期调研了茅台和五粮液的主要经销商，涵盖江苏、安徽、浙江、河南等地，经销商 2015 年需要直接的渠道利润刺激或者微利+大幅度的放量政策。而大幅度放量对于整体经销商来看并不现实，而加大渠道补贴将是一个必然的选择。

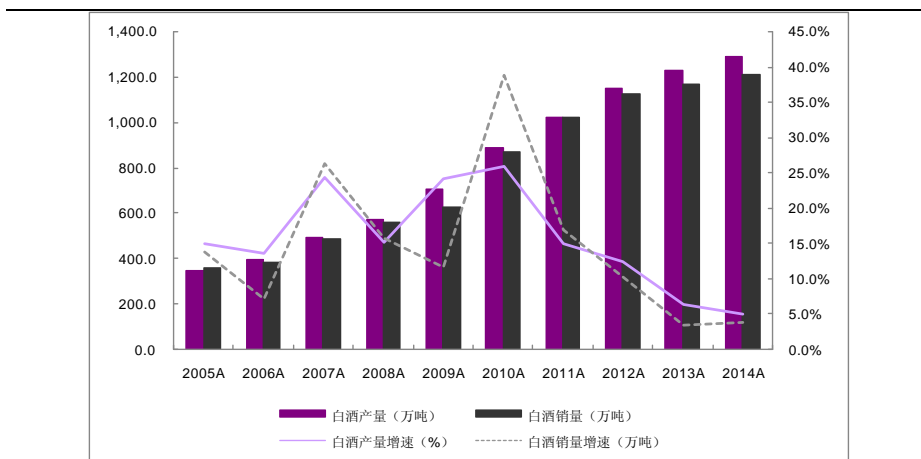
目前茅台经销商按照 100%团购来看，利差 40-50 元，基本维持自身运营费用，特别考虑到茅台绝大部分经销商相对吨位较小，一般不超过 30 吨，主流经销商 10 吨左右，专卖店 5-7 吨为主，考虑到财务费用，基本没有吸引力。

假设市场需求和供给保持不变，那么目前五粮液、茅台的市场价格至少需要下调 10%和 5%，以保持渠道利差的适度提升。

相对价格的下降可以刺激高端酒增长，相比于大众价位，如果茅台五粮液等高端酒价格不能回归大众消费，那么公务消费占比的不断下降直接影响高端酒的市场形象和品牌号召力。

随着二线酒的价格回落到 300 元，特别是剑南春、梦之蓝、郎酒等品牌的持续回归大众消费，也给一线酒相对较大的价格压力，而二线高端品牌重新获取商务消费将给予茅台五粮液更大的市场份额压力。

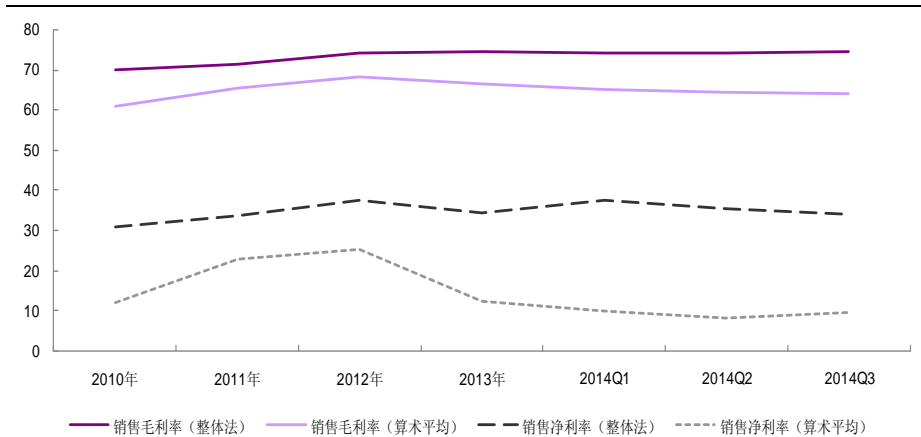
图 6：白酒行业供给大于需求现象从 2012 年开始，预计 2015 年继续传递



资料来源：国家统计局

考虑到行业的产能过剩，而目前上市公司为代表的公司毛利率和净利率仍然处于高位，使得上市公司存在进一步降价的空间，实现份额竞争的内在动力。

图 7：白酒上市公司毛利率和净利率比较仍然保持稳定



资料来源：iFinD

上市公司的毛利率和净利率的稳定的背后是最近两年渠道商利润的下降。整个行业供求变化还没有传导到公司的产品价格层面，随着 2015 年名酒企业的战略重心向中档延伸，那么一线酒的相对价格存在更大的压力。

随着贵州茅台以及五粮液、洋河股份等大型企业产能的逐步释放，放量增长的压力加大，产品的稀缺性进一步降低，高端白酒整体的定价能力也在降低。

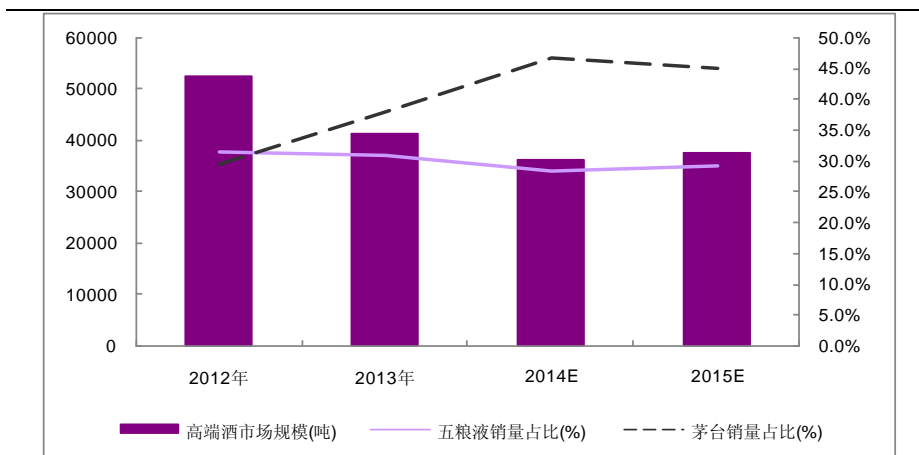
控量保价适宜在过去产能整体稀缺的时代，可以做到控量带动价格提升，进而刺激市场囤货性需求提升的垄断定价模式，但是这一模式随着高端酒客户

向大众非刚性需求增长转变，控量保价的模式并不适用，反而从竞争角度会降低市场竞争力，部分品牌会被逐步边缘化。

### 1.3、高端酒需要进一步降价刺激需求整体增长

目前高端酒的整体需求疲软，除政府直接需求下降以外，和政府相关的商务需求也在下降，共同导致了2012-2014年整个高端酒快速下降，而且我们只是统计了主要名酒，如果包括地方名酒的高端酒，那么下滑幅度会更大。

图8：高端酒销量及茅台、五粮液的占比变化

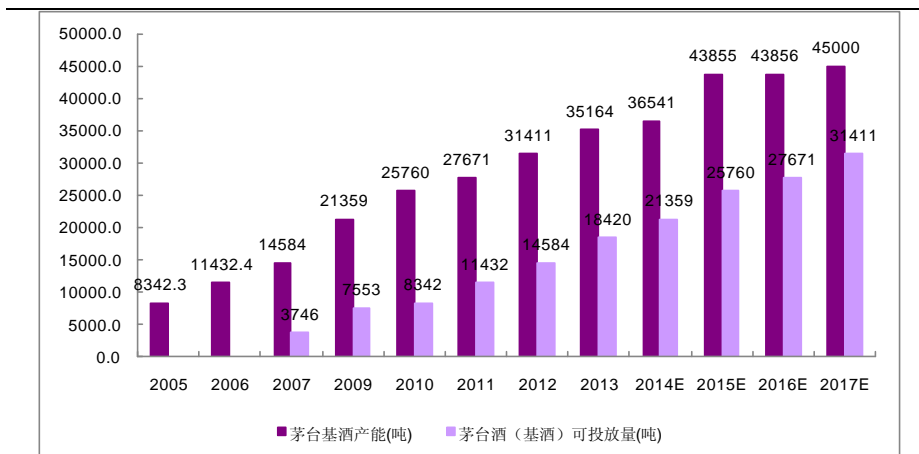


资料来源：经销商调研 光大证券研究所

根据对11大名酒的高端酒统计，那么在市场下滑过程中，茅台的销量通过挤压式增长实现了市场份额的快速提升，随着竞争对手价格与茅台拉开差距，茅台自身的渠道利差也缩小到经销商盈亏平衡甚至亏损状态。

对于整个高端酒来看，如果不进一步地扩容，那么单一企业以来品牌力或者产品力提升市场份额的难度继续加大，那么提升市场容量在外部经济和居民收入短期内没有大幅度跃迁提升背景下，需要消费者实际购买价格的下降实现市场容量提升。

图9：茅台酒年度产能能力和可售吨位预测



资料来源：上市公司公告 光大证券研究所

目前江苏市场和广东市场具有较大的参考性，其高端酒价格在300-500元价位存在较大的大众需求市场。

对产能控制最为严格，生产周期达到 5 年的贵州茅台来看，其产能增加将在今后三年达到 31400 吨，到 2017 年其产能将达到 45000 吨。

## 2、茅台增长需要从挤压增长到降价扩容消费群

### 2.1、茅台差异化优势需要排除显著的价格劣势影响

目前高端酒中的茅台五粮液以及其他名酒均处于一个囚徒困境，在茅台五粮液不降价的背景下，市场需求短期内难以大幅度提升，民间需求的增长较为缓慢，其他高端酒也将加大价格削减力度，将零售价格普遍定格在 300 元左右。

预期 1：五粮液的销量短期提升难度在于渠道的利差为负，渠道基本处于亏损状态，假设五粮液保持 2014 年的出货量，那么经销商运营难度继续加大，难以持续亏损，所以我们预期五粮液在一季度之后会进行价格调整，预期出厂价格能够下调到 500-530 元，尊重市场价格体系。

预期 2：在整体高端酒降价抢占市场的背景下，其他浓香型白酒会进一步降低价格，抢占市场，包括国窖、水井坊、洋河等。茅台依赖价格优势实现良好的市场份额的提升难度加大。

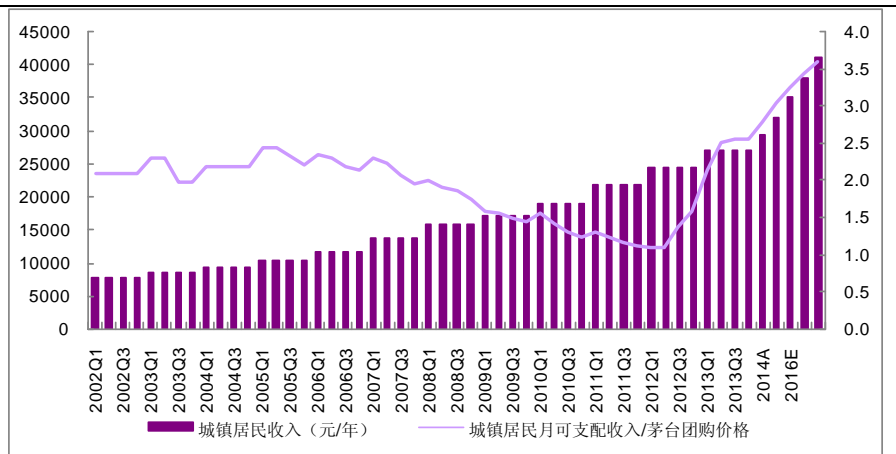
高端酒的产能过剩和现有价格下市场需求的萎靡必然导致价格的疲软，从竞争角度来看，高端白酒的价格松动预期在 2015 年继续。

2012 年高端酒销量 5 万吨，考虑到最近三年产能提升，参考产能投入要求较高的茅台计算，平均假设上调 80% 产能，那么高端酒产能可以达到 9 万吨，而 2015 年静态价格不发生重大变化下，高端酒的销量只有 37000 吨左右，那么价格的下降是企业抢占市场份额的必然动作。

### 2.2、茅台需要降价带来放量空间，实现大众消费转型

目前主流经销商承担了较大的市场运营成本，从团购价格来看，整体利差只有 40 元左右，批发利差 20 元左右，基本处于盈亏平衡阶段，但是从我们对经销商调研来看，考虑到大型经销商批发、零售团购各占 50%，那么经营的压力较大，必须依靠更大的量来换取利差的缩减。

图 10：茅台的价格与城镇居民月度收入相比在逐步降低



资料来源：国家统计局 光大证券研究所

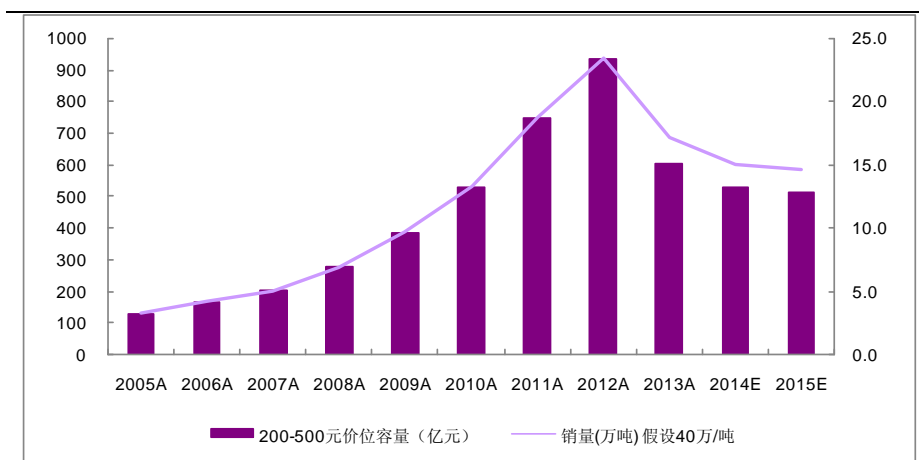
大众消费转型需要价格和渠道两个方面的优势，一方面价格需要达到绝对的优势和相对的优势。

绝对优势上，茅台的零售价格相对于出厂价格已经难以再降低，否则渠道基本没有动力。也难以进一步刺激大众需求的提升。

相对价格优势上，茅台需要和竞争对手处于一个相对的优势价位，即使到2015年其零售价格达到860元，相对于五粮液560元的团购价格，高出近300元，即高出五粮液价格的53%，这是一个相对比较大的数值。

同时相对于新高端名酒品牌梦之蓝M3，其价格大约是其2.42倍，从相对价格来看，这些二线品牌也具有较高的价格灵活性，对未来的政商务日常消费具有较大的市场定价能力。

图 11：预期到 2015 年 200-500 元价位容量能够有 14.6 万吨

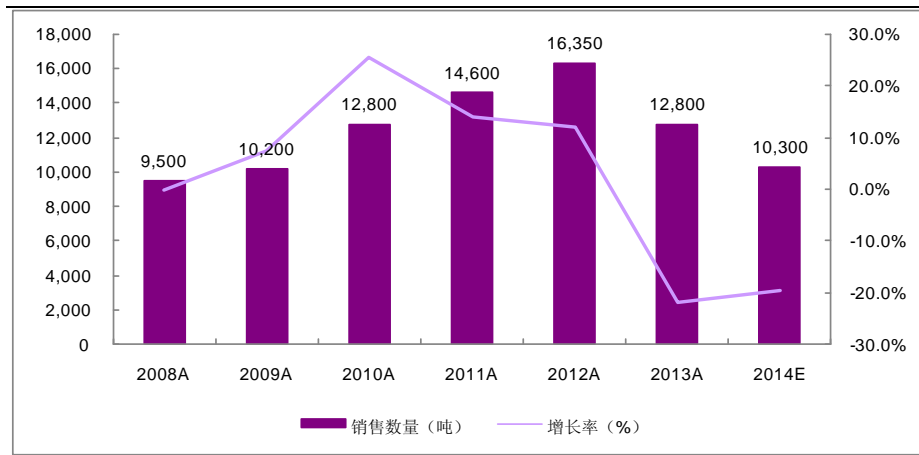


资料来源：光大证券研究所 经销商调研

洋河梦之蓝等品牌也非常显著地将价格下移到 200-500 元价位，重新定义大众消费的高端酒。茅台目前 860 元的团购价格和终端高达 900 元左右的零售价格并没有呈现出较为显著的价格优势，且我们从渠道调研来看，进一步争取大众高端消费的压力会加大。

次高端消费群的档次也在适度下降，而茅台目前的价格难以抢占这一细分市场，如果价格能够达到 600-700 元，那么茅台的高端性价比会显著提升。

图 12：五粮液的销量变化



资料来源：上市公司公告 光大证券研究所



从个股分析来看，相对于茅台的 17000 吨销量，作为高端龙头的五粮液从我们的预期来看，在保持 609 元难以放量增长背景下，进一步放量，将终端价格调整到 500 元左右才能解决渠道的盈利问题。

**表 1：主要品牌的价格比较（元/瓶）**

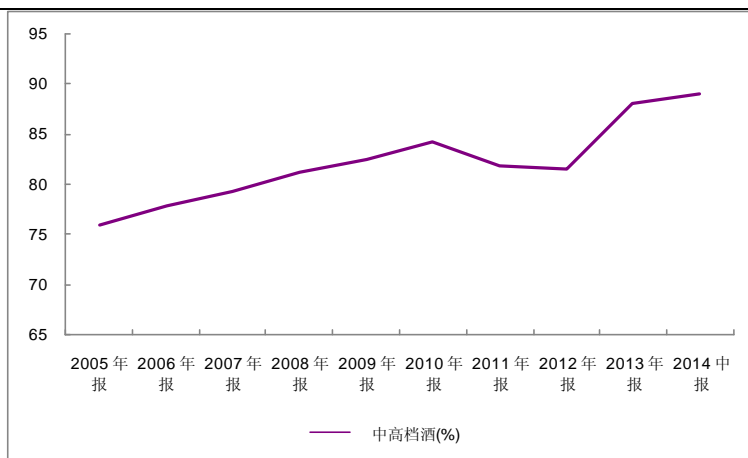
品牌	出厂价格	团购价格	总代毛利
茅台	819	860	20-40
五粮液	579 (2014H2 最低 555)	560	亏损 20-40
梦之蓝（江苏）	328	360	20
国窖	560	560	20 左右，依赖补贴
汾酒 30 年	468	528	40

资料来源：经销商调研 光大证券研究所

相对大众主流消费 100-200 元左右价位来看，目前的高端消费 600-900 元销量的进一步打开需求大众消费档次的提升，进而依赖消费升级来推动，但是随着产能的短期过剩，大众消费价格将保持稳定，甚至适度降低，而高于大众主流价位 2 倍和 4 倍的两个参照系存在较大的提升空间。上升到 8 倍的价格其消费群的扩大短期内是较为缓慢的。

从成本定价来看，未来整个中高端酒的价格降低空间仍然较大，目前在成本端比较确定的背景下，主要高端酒毛利率在充分竞争适应大众需求背景下，存在进一步下降的空间，但是影响相对较小。

**图 13：五粮液中高端酒毛利率到 2014 年达到 89%**



资料来源：iFinD

五粮液的高端酒毛利率一直处于上升趋势，这和公司的出厂价格持续提升有关，目前的 609 元价格并没有做较大调整。

如果公司的出厂价格下调 10%，那么预期毛利率将下降 1-2%，企业高端酒降低出厂价格主要影响的是收入，对毛利率影响较小。

如果茅台出厂价格下调 30%，其毛利率预期下滑 2.5 个百分点左右，所以毛利率下降的风险相对较小，企业降低出厂价格将是一个相对风险较小的举措。

综合来看，市场的竞争和企业自身放量的需求均需要五粮液、茅台等降低价格，扩大消费群，进入到更强的大众高端消费中。

## 2.3、茅台业绩提升需要供给市场化和渠道合理利润

目前茅台对经销商管理仍然处于配额制度，类似于计划体制，这样便造成了市场管控下的价格失真，一些真正有市场开发能力的经销商不能够获得持续稳定的市场配额增加，导致进一步拓展的资源受限，而渠道利润也不支撑市场的深度开发。

茅台目前已经走到一个十字路口，是继续维持一个高端形象，控量报价还是真正彻底地走向市场化，让经销商包括互联网来帮助搜寻潜在消费群。

2014年，预计茅台增加的经销商数量预计达到300家以上，大量的专卖店还处于装修过程中，预计2015年这部分经销商将开始贡献销量。目前我们从公司官网上看，几乎每个省均有新的经销商和专卖店正在成立，表明市场对茅台产品较为认可，只是利润阻碍公司的在原有经销商的放量。

图 14：上海正在装修过程中的 3 家专卖店

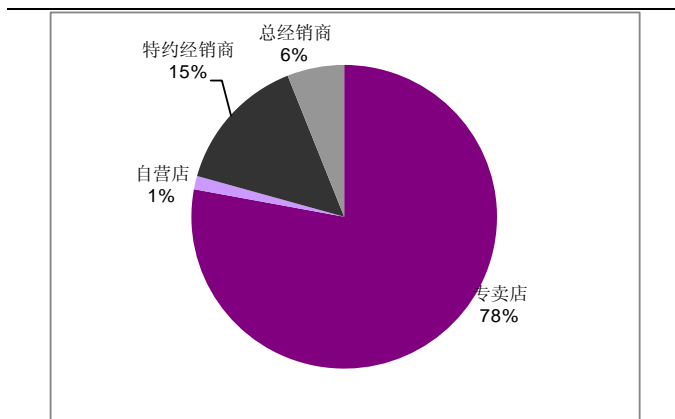
32	宝山区	上海国茅贸易有限公司宝山区专卖店 地址： 经营：代理汉酱酒（销售区域：团购渠道）代理茅台王子酒（销售区域：上海）	经销类型：专卖店【待装修】 省编号：沪-022 全国统一编号：1181 电 话：
33	嘉定区	上海佳逸贸易有限公司嘉定区专卖店 地址：	经销类型：专卖店【待装修】 省编号：沪-023 全国统一编号：1226 电 话：
34	浦东新区	上海金喜多酒业有限公司浦东新区专卖店 地址：	经销类型：专卖店【待装修】 省编号： 全国统一编号： 电 话：

资料来源：茅台官网

和2013年比较，茅台2014年仅上海地区就从42家增加到48家，增加6家，但是我们认为这些专卖店不能从根本上提升茅台的运营效率，且专卖店的运营成本相对较高，不利于茅台的进一步拓展。

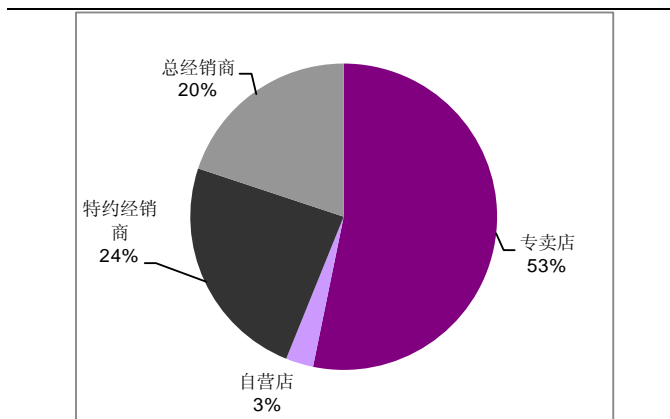
目前茅台总计2300多家经销商中，专卖店数量仍然占主导，销量占比53%，这些经销商的存在需要一个相对较大的利差，一般至少在50元左右，否则面临亏损。

图 15：2014 年茅台经销商分类



资料来源：公司官网 光大证券研究所

图 16：2014 年茅台不同经销商销量占比预测



资料来源：公司官网 光大证券研究所测算

公司的发展方向是继续扩大专卖店的数量，以渗透覆盖更多的区域，但是我们认为这些因素短期内不能给予茅台较为显著的放量空间，假设一家5吨，继续开发200家，放量1000吨，且其生存需要茅台严格控制市场总量，保持价格在880元的成交价格才能使得这种商业模式继续下去。

由于互联网的渗透，价格的透明度越来越高，未来的整体渠道利差进一步收窄的趋势在供给充分的背景下将是长期的。

综合分析来看，茅台的增长空间在于市场扩容和公司销售体系的市场化。

1、茅台的降价会带动整个高端价格体系的进一步下降，进一步刺激高端扩容，那么茅台的市场份额在品牌品类优势下，有望继续2013-2014年的增长步伐，实现销量扩容满足大众需求，这样2016年及之后的放量动力会更强。

2、茅台经销商的市场化需要价格体系下降，保持渠道利差，这样才能在静态的价格下保持渠道进一步的扩张，带动消费群扩容。

### 3、公司业绩超预期希望在于继续转型大众高端

#### 3.1、茅台业绩短期下行风险存在，需及时调整渠道利润

从2012年下半年开始，五粮液的价格基本进入微利状态，那么渠道的盈利受阻后，首先受到影响的就是专卖店，如果2015年茅台的出货量假设保持2014年度水平，专卖店的转让和低价甩货现象会继续，从而进一步降低降低茅台传统经销商出货的积极性。

五粮液销量从2012年高峰期的16300吨下降到2014年的10300吨，表明了渠道失去动力后，继续拓展市场的渠道力在显著下降，而市场下行背景下，品牌力的提升不能短期解决市场需求问题。

综合分析研究来看，茅台在高端市场不能有效扩容，并且提升相对价格竞争力的情况下，提升销量的难度较大，进一步挤压的空间较小。

同时，茅台进一步发展专卖店的环境完全不同于2012年之前的市场，当时的市场处于供给不足，专卖店能够享受溢价的空间很快会被互联网的快速信息传递所削减。

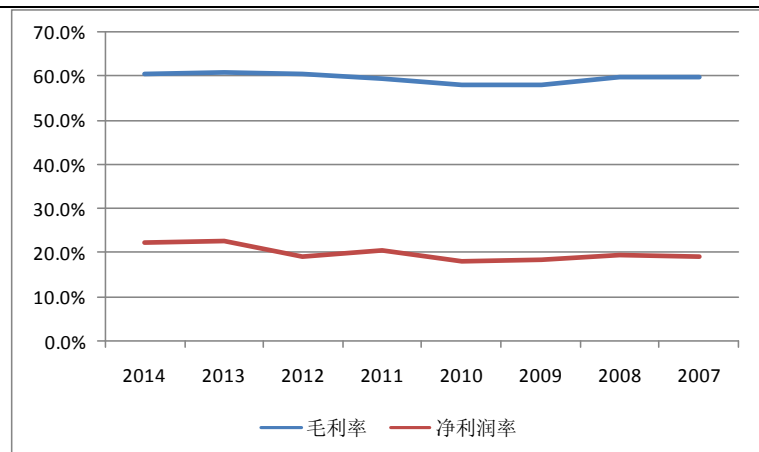
#### 3.2、互联网时代品牌溢价能力下易上难

市场背景：中国高端白酒如果希望进一步扩容，那么走向大众市场是必然的，但是随着供给进一步失衡，单一的品牌力难以继续拉升过高的毛利率。

我们以酱酒为例，根据我们12月份对茅台镇的深度调研，茅台镇整体酱酒产能预计在20万吨以上，参考茅台的酿造工艺和标准，当地企业承认在储存年限上差距2年左右，一般的酒厂在3年，而茅台前后5年周期，但是做到5年也并不难。

严格按照茅台的酿造工艺，从茅台的报表来看，茅台整体的运营成本在57元左右，那么未来的高端酒在互联网时代，达到93%的毛利率难度加大，品牌的溢价能力已经达到一个极高的水平。

图 17: 中高端大众市场为代表的 DIAGEO 毛利率和净利率保持稳定

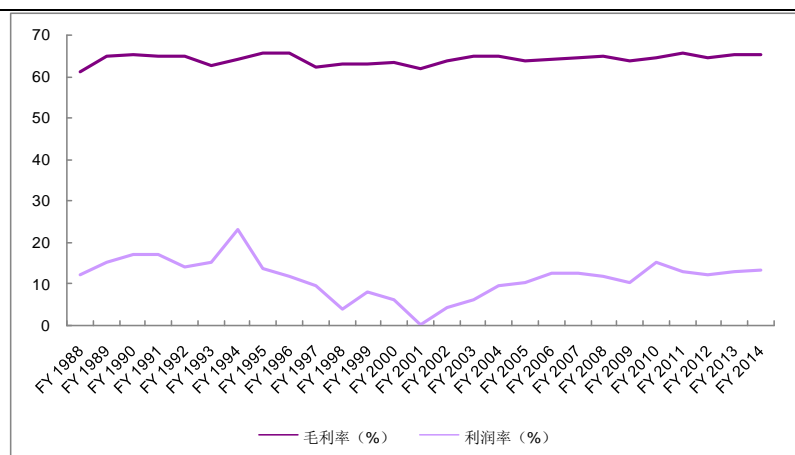


资料来源: Thomson Reuters

到 2014 财年, 酒业巨头帝亚吉欧的毛利率 60.7%, 净利率 22.1%, 和 2005 年毛利率和净利率 60.6% 以及 19.9% 比较来看, 提升主要在净利率, 依赖收入规模提升 53%, 实现规模效应的提升来实现的。

另一种持续维持高毛利率的模式可以通过超高端定位, 类似于 LVMH 集团的专卖店模式, 这样可以保持一个更高的毛利率水平, 但是也要承担低成长的痛苦。LVMH 的毛利率过去 25 年保持在 64.4% 的平均水平, 净利率过去十年平均值 21%。

图 18: LVMH 的毛利率和净利率长期较为平稳



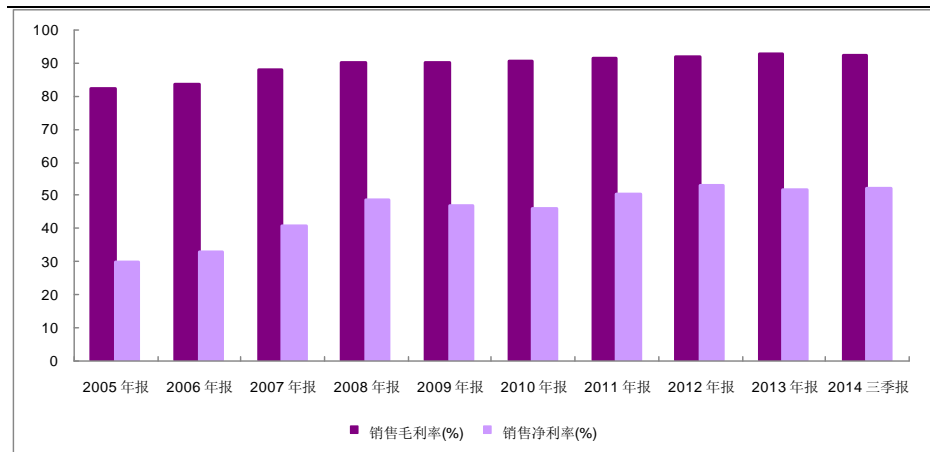
资料来源: Bloomberg

茅台公司的品牌溢价需要进一步提升渠道的壁垒和客户的细分, 但这又背离了公司大众化的长期战略, 我们认为茅台的降价降会刺激销量提升, 真正释放产能, 同时茅台的盈利能力影响较小, 由于成本占比 7%, 毛利率下降弹性较小, 但是带来的销量弹性加大。

如果茅台继续固守价格, 但 1-2 年内存在较大的专卖店生存危机, 而削减销量不能解决茅台的成长问题。

总结: 茅台的风险在于销量释放的渠道动力, 而制约渠道动力的短期因素是利差, 中期因素和市场扩容, 而降价会直接刺激高端市场继续扩容, 茅台将直接受益。

图 19: 茅台的毛利率和净利率进入高峰期之后



资料来源: iFinD

### 3.3、茅台的业绩预测和估值以及评级

考虑到公司目前的渠道价格体系较低, 进一步增加销量的渠道动力不足, 且经销商并没有真正的市场化决定销售量。

表 2: 公司未来四年的盈利假设

年度	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入同比增长率	-3.28%	3.26%	13.78%	17.46%	17.84%
毛利率	91.26%	91.20%	91.36%	91.57%	91.54%
营业成本 / 营业收入	8.74%	8.80%	7.40%	7.40%	7.40%
营业税金及附加 / 营业收入 (营业税率)	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
销售费用 / 营业收入	4.60%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
管理费用 / 营业收入	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: 光大证券研究所

考虑到公司业绩向下风险有限, 至少在 2015 年内经销商削减销量的风险较小, 我们等待公司降价的措施。

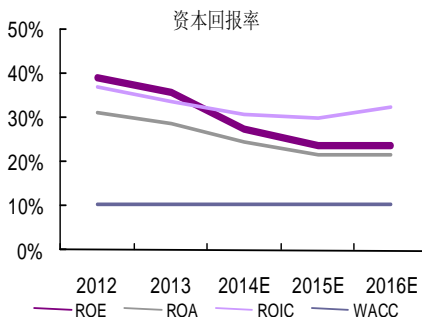
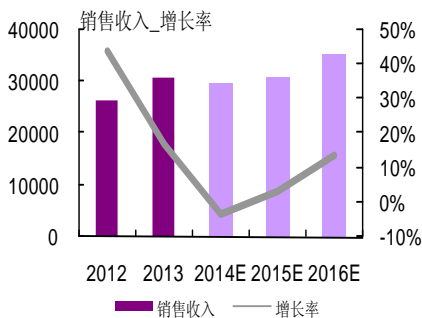
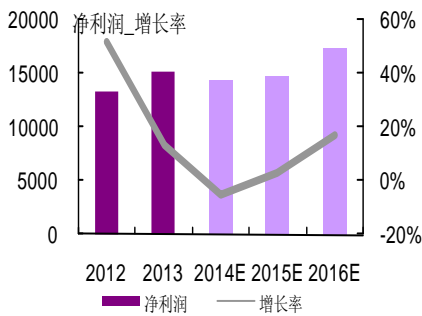
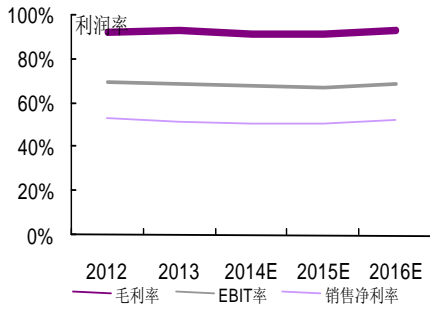
1、公司主动降低市场价格, 带动整个行业的市场扩容, 那么茅台的销量有望真正释放。

2、公司受迫放量, 通过降价满足渠道的运营需求, 这一过程的放量相对有限。

综合来看, 我们认为 2015 年公司放量在 5% 以内, 预期到 2016 年, 经过 2015 年的价格进一步调整, 会迎来放量增长阶段。

综合给予公司 2015 年目标价 248 元, 继续维持“买入”评级。

公司存在中期大幅度放量的空间, 但是在放量的同时, 盈利将保持 10% 左右的低速增长。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>26,455</b>	<b>30,922</b>	<b>29,908</b>	<b>30,883</b>	<b>35,140</b>
营业成本	2,044	2,194	2,614	2,717	2,600
折旧和摊销	435	556	840	947	1,054
营业税费	2,573	2,791	2,692	2,779	3,163
销售费用	1,225	1,858	1,376	1,544	1,757
管理费用	2,204	2,835	2,991	3,088	3,514
财务费用	-421	-429	-90	-343	-582
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>18,831</b>	<b>21,792</b>	<b>20,333</b>	<b>21,100</b>	<b>24,690</b>
<b>利润总额</b>	<b>18,700</b>	<b>21,432</b>	<b>20,278</b>	<b>21,045</b>	<b>24,635</b>
少数股东损益	700	828	820	930	1,100
<b>归属母公司净利润</b>	<b>13,308.08</b>	<b>15,136.64</b>	<b>14,376.42</b>	<b>14,841.06</b>	<b>17,361.68</b>

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>总资产</b>	<b>44,998</b>	<b>55,454</b>	<b>62,574</b>	<b>73,286</b>	<b>85,708</b>
流动资产	36,225	41,932	48,267	57,925	69,401
货币资金	22,062	25,185	32,497	41,005	53,166
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	18	1	5	5	6
应收票据	204	296	299	293	316
其他应收款	138	120	45	46	53
存货	9,666	11,837	12,545	13,587	13,001
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	50	50	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	6,807	8,523	9,957	11,158	12,318
无形资产	863	3,563	3,385	3,216	3,055
<b>总负债</b>	<b>9,544</b>	<b>11,325</b>	<b>7,803</b>	<b>8,062</b>	<b>8,331</b>
无息负债	9,544	11,325	7,803	8,062	8,331
有息负债	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>35,454</b>	<b>44,129</b>	<b>54,771</b>	<b>65,224</b>	<b>77,377</b>
股本	1,038	1,038	1,142	1,142	1,142
公积金	4,411	5,596	5,596	5,596	5,596
未分配利润	28,700	35,975	45,707	55,229	66,282
少数股东权益	1,304	1,507	2,327	3,257	4,357

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,921</b>	<b>12,655</b>	<b>14,223</b>	<b>15,480</b>	<b>19,885</b>
净利润	13,308	15,137	14,376	14,841	17,362
折旧摊销	435	556	840	947	1,054
净营运资金增加	11,790	4,822	1,633	1,770	2,877
其他	-13,612	-7,860	-2,626	-2,078	-1,408
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-4,199</b>	<b>-5,339</b>	<b>-2,447</b>	<b>-1,997</b>	<b>-1,997</b>
净资本支出	-4,212	-5,406	-2,500	-2,000	-2,000
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	8	62	53	3	3
<b>融资活动现金流</b>	<b>-3,915</b>	<b>-7,386</b>	<b>-4,464</b>	<b>-4,975</b>	<b>-5,727</b>
股本变化	0	0	104	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	47	1,781	-3,522	259	269
<b>净现金流</b>	<b>3,807</b>	<b>-70</b>	<b>7,312</b>	<b>8,508</b>	<b>12,161</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	43.76%	16.88%	-3.28%	3.26%	13.78%
净利润增长率	51.86%	13.74%	-5.02%	3.23%	16.98%
EBITDA/EBITDA 增长率	52.81%	15.72%	-3.32%	2.95%	15.94%
EBIT/EBIT 增长率	53.62%	15.43%	-4.74%	2.54%	16.15%
<b>估值指标</b>					
PE	17	15	15	15	13
PB	6	5	4	4	3
EV/EBITDA	11	9	10	10	8
EV/EBIT	11	10	11	10	8
EV/NOPLAT	15	13	14	13	11
EV/Sales	8	7	7	7	6
EV/IC	5	4	4	4	4
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	92.27%	92.90%	91.26%	91.20%	92.60%
EBITDA 率	71.22%	70.51%	70.48%	70.27%	71.60%
EBIT 率	69.58%	68.71%	67.67%	67.20%	68.60%
税前净利润率	70.69%	69.31%	67.80%	68.14%	70.11%
税后净利润率 (归属母公司)	50.30%	48.95%	48.07%	48.06%	49.41%
ROA	31.13%	28.79%	24.29%	21.52%	21.54%
ROE (归属母公司) (摊薄)	38.97%	35.51%	27.41%	23.95%	23.78%
经营性 ROIC	37.12%	33.87%	30.84%	29.90%	32.35%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	3.80	3.71	6.20	7.20	8.35
速动比率	2.79	2.66	4.59	5.51	6.78
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	11.65	13.25	12.59	13.00	15.20
每股红利	5.84	3.98	4.66	5.52	7.27
每股经营现金流	10.44	11.08	12.45	13.56	17.41
每股自由现金流(FCFF)	-1.56	5.39	10.39	11.15	12.47
每股净资产	29.90	37.32	45.92	54.26	63.94
每股销售收入	23.17	27.08	26.19	27.04	30.77

资料来源：光大证券、上市公司

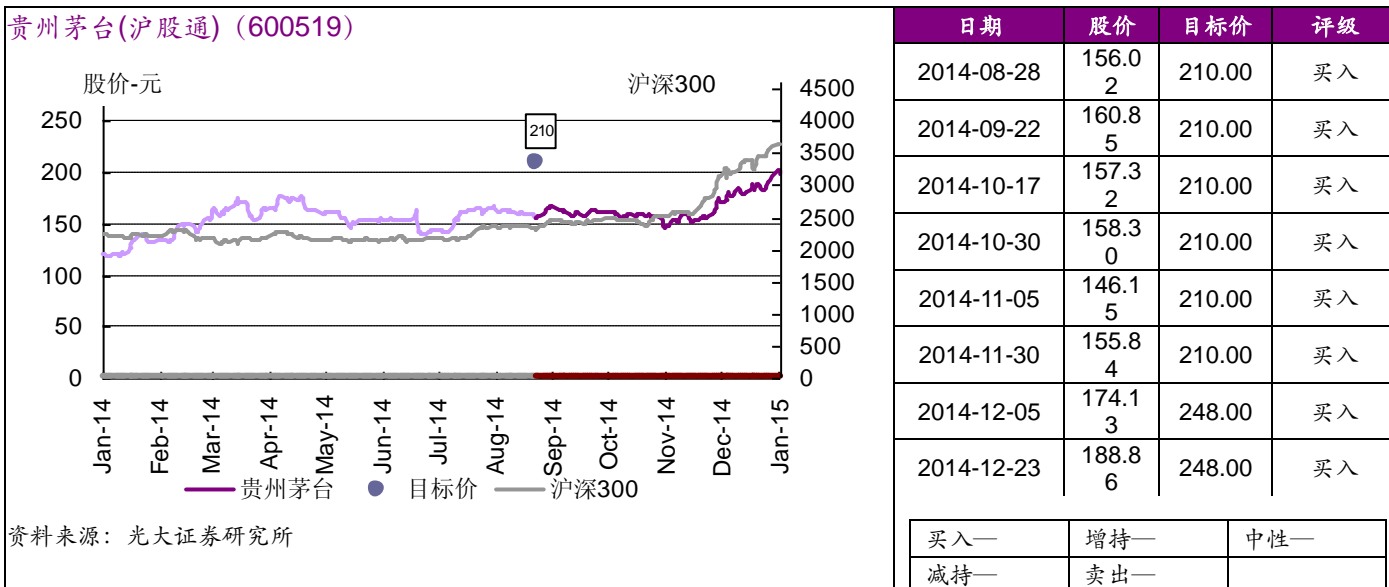
### 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

邢庭志，光大证券研究所食品饮料高级分析师，重点关注酒类、乳业、调味品和健康食品板块。2011-2012年4月任职齐鲁证券食品饮料高级分析师，重点研究酒类、乳业。2007-2010年北京盛初咨询，为公司项目咨询资深合伙人，深度研究服务酒类饮料行业多家知名公司，对酒类饮料等行业的运营盈利模式、产业竞争格局和产品升级模式有深度的洞察和研究框架。合肥工业大学管理学士，上海交大高级金融学院在职MBA。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
  - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
  - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
  - 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
  - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
  - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深300指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebscn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com