

公司研究/公告点评

2021年01月03日

食品饮料/饮料

投资评级: 买入 (维持评级)

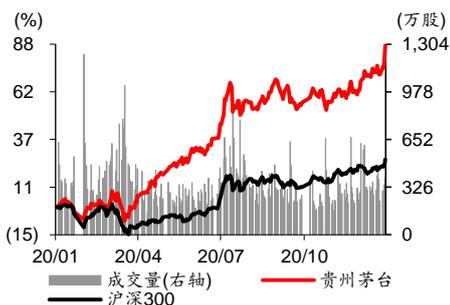
当前价格(元): 1998.00  
目标价格(元): 2296.25

龚源月 SAC No. S0570520100001  
研究员 SFC No. BQL737  
gongyuanyue@htsc.com  
张墨 SAC No. S0570119030032  
联系人 SFC No. BQM965  
zhangmo@htsc.com

相关研究

- 1《贵州茅台(600519 SH,买入): 直销快速推进, 龙头景气依旧》2020.10
- 2《贵州茅台(600519 SH,买入): 疫情之下稳健增长, 直营加速落地》2020.07
- 3《贵州茅台(600519 SH,买入): 茅台酒增长稳健, 直销占比提升》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,256
流通 A 股 (百万股)	1,256
52 周内股价区间 (元)	996.00-1,998.00
总市值 (百万元)	2,509,883
总资产 (百万元)	184,579
每股净资产 (元)	118.18

资料来源: 公司公告

“十三五”顺利收官, 期待 21 年开门红

贵州茅台(600519)

公司收入目标如期实现, 延续稳健增长态势

公司发布 2020 年生产经营情况的公告, 初步核算 2020 年生产茅台酒基酒约 5 万吨, 系列酒基酒约 2.5 万吨, 与 19 年基本持平 (19 年茅台酒/系列酒基酒约 4.99 万/2.51 万吨); 2020 年度预计实现营业总收入 977 亿元左右, 同比增长 10%左右, 符合公司年初 10%的收入增长目标; 预计实现归母净利润 455 亿元左右, 同比增长 10%左右, 收入表现符合预期, 净利表现略低于我们预期 (前次预计 2020 年营收/归母净利润同比+10%/+13%)。公司业绩延续稳健增长态势, 我们预计 20-22 年 EPS 36.22/41.75/49.09 元, 维持“买入”。

供需平衡使得飞天茅台价格高位平稳运行, 21 年有望迎“开门红”

根据百荣酒价数据显示, 12 月底 53 度飞天茅台 (500ml) 一批价 2790 元左右, 春节旺季来临, 批价保持坚挺。我们认为由于需求端较为强劲, 飞天茅台目前仍然处于供需平衡状态, 我们预计在 21Q1 (假定疫情不大范围反弹) 春节旺季有望延续需求强劲的态势, 预计产品终端价格将持续高位平稳运行。据公司 2020 年直销渠道商座谈会, 公司在“双 12”、元旦、春节加大电商/自营/商超等直销渠道投放, 直销收入占比有望持续提升, 有望为 21 年一季度“开门红”奠定基础, 终端掌控力也有望进一步加强。

系列酒有望保持平稳发展, 贡献边际增量

公告中同时指出, 2020 年全资子公司贵州茅台酱香酒营销公司预计实现营收 94 亿左右 (含税销售额 106 亿左右, 同比增长 4%)。2020.12.16 日召开的茅台酱香系列酒全国经销商联谊会上指出, 茅台酱香系列酒 2021 年目标为含税销售额 115 亿元 (yoy +8%), 成品酒计划销售 3 万吨, 未来有望保持平稳发展, 贡献边际增量。

“十三五”顺利收官, 集团“十四五”规划指引中期发展

“十三五”期间, 茅台营收/归母净利 CAGR 均达到 24%, 实现了快速发展。2021 年是“十四五”规划的开局之年, 茅台集团在 21 年新年贺词中提到, 以“三翻番”“双巩固”“双打造”为发展目标, 以聚主业、调结构、强配套、构生态为主线, 其中收入翻一倍是主要指标, 茅台股份公司是茅台集团目标实现的主要增长驱动力, 我们认为, 茅台优秀的品牌力和强大的定价权支撑了茅台旺盛的消费需求和价格体系, 将为茅台中长期量价齐升奠定基础, 集团的规划也为茅台“十四五”发展给出了较为明确的指引。

“十四五”增长动能足, 维持“买入”评级

公司持续推进生产能力建设, 高渠道利润指示下游需求保持强劲, 看好直销渠道占比提升、高附加值产品结构调整等对均价的拉升, 业绩将保持长期稳定增长, 考虑 20 年业绩预告略低于前次预测, 小幅调整盈利预测, 我们预计公司 20-22 年 EPS 36.22/41.75/49.09 元 (前值 37.04/42.65/50.14 元), 参考可比公司 21 年平均 PE55x (Wind 一致预期), 给予茅台 21 年 55x PE, 目标价 2296.25 元 (前值 1961.90 元), 维持“买入”。

风险提示: 食品安全问题影响品牌价值、疫情影响需求、宏观经济不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	77,199	88,854	97,757	110,938	128,844
+/-%	26.43	15.10	10.02	13.48	16.14
归属母公司净利润 (百万元)	35,340	41,206	45,496	52,451	61,666
+/-%	30.00	17.05	10.41	15.29	17.57
EPS (元, 最新摊薄)	28.02	32.80	36.22	41.75	49.09
PE (倍)	71.30	60.91	55.17	47.85	40.70

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
总营业收入 (百万元)	97852	111047	128981	97757	110938	128844	-0.1%	-0.1%	-0.1%
收入增速 (%)	10.1%	13.5%	16.2%	10.0%	13.5%	16.1%	-0.11pct	0.00 pct	-0.01 pct
毛利率 (%)	91.7%	92.5%	92.4%	91.6%	92.5%	92.4%	-0.04 pct	0.02 pct	0.02 pct
费用率 (%)	9.3%	9.8%	9.4%	9.5%	10.0%	9.6%	0.20 pct	0.20 pct	0.20 pct
净利率 (%)	47.6%	48.2%	48.8%	46.5%	47.3%	47.9%	-1.01 pct	-0.97 pct	-0.97 pct
归母净利润 (百万元)	46531	53577	62982	45496	52451	61666	-2.2%	-2.1%	-2.1%
EPS (元)	37.04	42.65	50.14	36.22	41.75	49.09	-2.2%	-2.1%	-2.1%

资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表

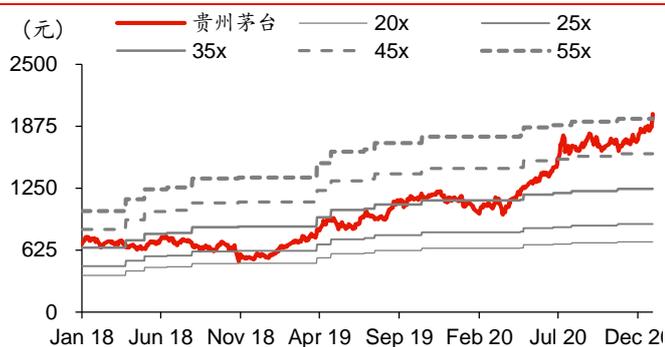
公司简称	股票代码	市值(mn)	PE (倍)				EPS (元)				20-22 净利润 CAGR
			2020/1/2	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	
五粮液	000858 CH	1,132,847	65	55	46	39	4.48	5.26	6.37	7.51	19%
伊利股份	600887 CH	269,912	39	37	32	28	1.15	1.19	1.40	1.60	12%
海天味业	603288. CH	649,838	101	102	87	73	1.98	1.96	2.32	2.73	11%
平均值		684,199	68	65	55	47	2.54	2.80	3.36	3.95	14%
中间值		649,838	65	55	46	39	1.98	1.96	2.32	2.73	12%
贵州茅台	600519 CH	2,509,883	61	55	48	41	32.80	36.22	41.75	49.09	14%

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

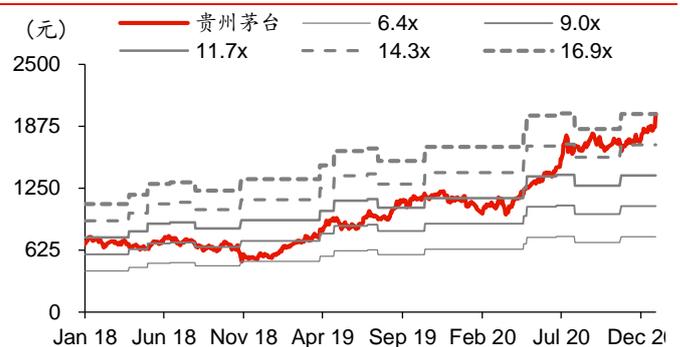
## PE/PB - Bands

图表3: 贵州茅台历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 贵州茅台历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	137,862	159,024	187,254	221,511	263,827
现金	112,075	13,252	38,585	72,133	108,907
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	50.00	76.54	84.21	95.56	110.99
预付账款	1,182	1,549	1,708	1,736	2,038
存货	23,507	25,285	27,869	28,321	33,252
其他流动资产	1,048	118,862	119,008	119,225	119,520
非流动资产	21,985	24,018	25,958	28,018	30,270
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	15,249	15,144	15,257	15,577	16,080
无形资产	3,499	4,728	5,932	7,112	8,269
其他非流动资产	3,237	4,146	4,769	5,329	5,921
资产总计	159,847	183,042	213,212	249,529	294,098
流动负债	42,438	41,093	44,103	48,065	54,054
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,178	1,514	1,668	1,696	1,991
其他流动负债	41,260	39,580	42,434	46,369	52,064
非流动负债	0.00	72.69	72.69	72.69	72.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	72.69	72.69	72.69	72.69
负债合计	42,438	41,166	44,175	48,137	54,127
少数股东权益	4,570	5,866	8,917	12,435	16,571
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存公积	109,426	132,488	157,489	186,326	220,769
归属母公司股东权益	112,839	136,010	160,120	188,957	223,400
负债和股东权益	159,847	183,042	213,212	249,529	294,098

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	41,385	45,211	49,985	60,636	67,765
净利润	35,204	41,206	45,496	52,451	61,666
折旧摊销	1,175	1,243	1,329	1,428	1,541
财务费用	(3.52)	7.46	(4.37)	(12.73)	(23.79)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	2,377	(22.71)	112.93	3,253	446.96
其他经营现金	2,633	2,776	3,051	3,518	4,136
投资活动现金	(1,629)	(3,166)	(3,269)	(3,488)	(3,793)
资本支出	1,607	3,149	3,269	3,488	3,793
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	22.21	16.82	0.20	0.20	0.20
筹资活动现金	(16,441)	(19,284)	(21,382)	(23,601)	(27,199)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(16,441)	(19,284)	(21,382)	(23,601)	(27,199)
现金净增加额	23,315	22,761	25,333	33,548	36,773

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	77,199	88,854	97,757	110,938	128,844
营业成本	6,523	7,430	8,190	8,323	9,772
营业税金及附加	11,289	12,733	14,987	16,342	18,593
营业费用	2,572	3,279	2,464	3,550	3,994
管理费用	5,326	6,168	6,786	7,479	8,364
财务费用	(3.52)	7.46	(4.37)	(12.73)	(23.79)
资产减值损失	1.29	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	14.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	51,479	59,041	65,156	75,074	87,981
营业外收入	11.62	9.45	14.00	17.00	22.00
营业外支出	527.00	268.39	268.39	268.39	268.39
利润总额	50,964	58,783	64,902	74,823	87,735
所得税	12,998	14,813	16,355	18,854	21,934
净利润	37,966	43,970	48,547	55,968	65,801
少数股东损益	2,626	2,764	3,051	3,518	4,136
归属母公司净利润	35,340	41,206	45,496	52,451	61,666
EBITDA	52,655	60,477	66,649	76,662	89,652
EPS (元, 基本)	28.02	32.80	36.22	41.75	49.09

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	26.43	15.10	10.02	13.48	16.14
营业利润	31.85	14.99	10.36	15.22	17.19
归属母公司净利润	30.00	17.05	10.41	15.29	17.57
获利能力 (%)					
毛利率	91.55	91.64	91.62	92.50	92.42
净利率	45.60	46.38	46.54	47.28	47.86
ROE	34.46	33.12	30.73	30.05	29.91
ROIC	570.90	66.34	37.81	43.43	50.85
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.55	22.49	20.72	19.29	18.40
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	3.25	3.87	4.25	4.61	4.88
速动比率	2.69	3.25	3.61	4.02	4.27
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.52	0.49	0.48	0.47
应收账款周转率	-	-	-	-	-
应付账款周转率	6.01	5.52	5.15	4.95	5.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	28.02	32.80	36.22	41.75	49.09
每股经营现金流(最新摊薄)	32.94	35.99	39.79	48.27	53.94
每股净资产(最新摊薄)	89.83	108.27	127.46	150.42	177.84
估值比率					
PE (倍)	71.30	60.91	55.17	47.85	40.70
PB (倍)	22.24	18.45	15.68	13.28	11.23
EV_EBITDA (倍)	47.35	41.23	37.41	32.52	27.81

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，龚源月，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师蔡源月本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com