

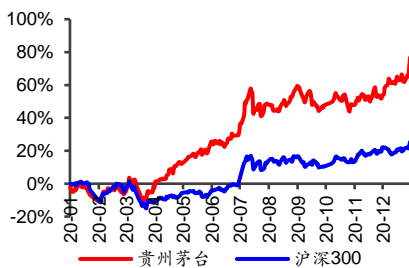


# 业绩预告略超我们预期，业务成长确定性仍最强

投资评级：买入

报告日期:	2021-01-03
收盘价(元)	1998.00
近12个月最高/最低(元)	1998.98/949.02
总股本(亿股)	1,256.20
流通股本(亿股)	1,256.20
流通股比例(%)	100
总市值(亿元)	25,099
流通市值(亿元)	25,099

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

## 相关报告

《华安证券\_公司研究\_深度报告\_贵州茅台(600519)：产能释放新周期，量价齐升仍可期》20200728

《华安证券\_公司研究\_公司点评\_贵州茅台(600519.SH)：中报符合预期，唯需紧密关注供给》20200729

《贵州茅台(600519.SH)：十三五有望平稳收官，十四五仍值得期待》20201025

## 事件

公司公告，2020年度，预计实现营业总收入977亿元左右，同比增长10%左右，其中本公司全资子公司贵州茅台酱香酒营销有限公司预计实现营业总收入94亿元左右(含税销售额106亿元左右)；预计实现归属于上市公司股东的净利润455亿元左右，同比增长10%左右。

## 主要观点

营收基本符合我们预期，归母净利增速略超我们预期的8.9%，参考3季报，或因销售费用低于我们全年预期。营收和归母净利增速应略低于市场预期。

**茅台酒驱动增长，量、价贡献或各半。**系列酒营收仅94亿元，同比降约1%，利息收入前3季度同降约8%，全年大概率也应下降。估算茅台酒全年营收同增约12%，估计销量、均价均同增约中个位数，均价上升因：出厂价更高的直营渠道营收占比上升、1Q20仍有增值税率降的基数效应。

**十四五开门红值得期待，预期营收增双位数或较合适。**2021年是十四五开局之年，茅台有必要保持合理增速，我们判断，预期营收增双位数或较合理。一方面，2020年茅台酒基酒产量仍仅5万吨，同比几乎没有增长，成品酒销量暂保持中高个位数增长会利于未来几年增速的平稳；另一方面，2021年出厂价没上涨，仅靠渠道、产品结构调整，均价涨幅仅能展望中小个位数。

**茅台酒市场价格当前以稳为主，上行趋势或暂难变。**根据茅台时空报道，近期酒厂销售公司在多地召开市场工作专题会议，确保“稳市”“稳价”，受此影响，500ML飞天茅台酒批价(整箱和散瓶)最近两周从高位回落约50~100元/瓶。参考往年经验，1、2月酒厂出货量占全年计划的比例较大，茅台酒市场价格或以稳为主。但展望2021全年，酒厂求稳、投资收藏等多需求助力、经销商渠道占比大幅下降等因素合力推动，始于2H16年的酒价上行趋势或暂难变。

**建议看3年利润增速，业务成长确定性仍最强，维持“买入”评级。**参考公司公告且考虑十四五开局之年，略上调2021年营收和净利预测，预计2020-2022年归母净利同增10.6%、11.1%、24.9%，EPS 36.27、40.29、50.33元，PE为55.1、49.6、39.7倍。假设未来3年茅台酒涨一次出厂价，幅度约20%，同时销量维持中高个位数增长，预计未来3年EPS增幅可达53%。当前静态PE已处于过去十年的高位，但通过茅台酒量、价的持续增长，公司营收、利润均有能力维持双位数增速，确定性仍是同类公司中最强，维持“买入”评级。

风险提示：1)白酒行业景气度下行风险；2)管理层更换易导致业务波动风险；3)政策风险。

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,854	97,788	107,892	132,954
收入同比(%)	15.1%	10.1%	10.3%	23.2%
归属母公司净利润	41,206	45,566	50,607	63,221
净利润同比(%)	17.1%	10.6%	11.1%	24.9%
毛利率(%)	91.6%	92.1%	92.1%	92.5%
ROE(%)	33.1%	30.6%	28.8%	30.4%
每股收益(元)	32.80	36.27	40.29	50.33
P/E	60.9	55.1	49.6	39.7
P/B	18.5	15.5	13.3	11.1
EV/EBITDA	41.6	37.7	34.2	27.5

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	159,024	194,560	228,591	281,615
现金	13,252	47,255	66,206	83,735
应收账款	1,463	1,162	1,529	1,732
其他应收款	77	74	87	104
预付账款	1,549	1,514	1,727	1,969
存货	25,285	27,210	29,570	34,531
其他流动资产	117,399	117,345	129,471	159,544
<b>非流动资产</b>	24,018	24,041	24,053	24,058
长期投资	0	0	0	0
固定资产	17,663	17,716	17,722	17,730
无形资产	4,728	4,699	4,701	4,702
其他非流动资产	1,627	1,625	1,630	1,626
<b>资产总计</b>	183,042	218,600	252,644	305,673
<b>流动负债</b>	41,093	47,542	50,825	62,202
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,514	1,493	1,695	1,937
其他流动负债	39,580	46,049	49,130	60,265
<b>非流动负债</b>	73	73	73	73
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	73	73	73	73
<b>负债合计</b>	41,166	47,614	50,897	62,274
少数股东权益	5,866	8,930	12,332	16,583
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,376	1,378
留存收益	132,488	158,534	185,891	223,291
归属母公司股东	136,010	162,056	189,414	226,816
<b>负债和股东权</b>	183,042	218,600	252,644	305,673

单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	45,211	54,774	43,411	44,568
净利润	41,206	45,566	50,607	63,221
折旧摊销	1,150	1,106	1,109	1,110
财务费用	7	-2	-5	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-121,381	4,941	-11,809	-24,113
其他经营现金	124,228	3,163	3,509	4,356
<b>投资活动现金</b>	-3,166	-1,253	-1,215	-1,225
资本支出	-1,621	-1,253	-1,215	-1,225
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	-1,545	0	0	0
<b>筹资活动现金</b>	-19,284	-19,518	-23,245	-25,815
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	-19,284	-19,518	-23,245	-25,815
<b>现金净增加额</b>	22,761	34,003	18,952	17,528

资料来源:公司公告,华安证券研究所

单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	88,854	97,788	107,892	132,954
营业成本	7,430	7,767	8,563	9,928
营业税金及附加	12,733	15,328	16,912	20,840
销售费用	3,279	2,459	2,582	2,711
管理费用	6,119	6,731	7,404	9,105
财务费用	7	-2	-5	-7
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收	-14	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	59,041	65,451	72,376	90,374
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	268	671	268	268
<b>利润总额</b>	58,783	64,789	72,117	90,115
所得税	14,813	16,160	18,108	22,643
<b>净利润</b>	43,970	48,630	54,009	67,472
少数股东损益	2,764	3,064	3,403	4,251
<b>归属母公司净利润</b>	41,206	45,566	50,607	63,221
<b>EBITDA</b>	60,292	66,654	73,586	91,580
<b>EPS (元)</b>	32.80	36.27	40.29	50.33

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.1%	10.1%	10.3%	23.2%
营业利润	15.0%	10.9%	10.6%	24.9%
归属于母公司净利	17.1%	10.6%	11.1%	24.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	91.6%	92.1%	92.1%	92.5%
净利率(%)	49.5%	49.7%	50.1%	50.7%
ROE(%)	33.1%	30.6%	28.8%	30.4%
ROIC(%)	62.1%	37.4%	40.1%	44.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	22.5%	21.8%	20.1%	20.4%
净负债比率(%)	-9.3%	-27.6%	-32.8%	-34.4%
流动比率	3.87	4.09	4.50	4.53
速动比率	3.25	3.52	3.92	3.97
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.52	0.49	0.46	0.48
应收账款周转率	87.68	74.50	80.18	81.53
存货周转率	5.52	5.17	5.37	5.47
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊	32.80	36.27	40.29	50.33
每股经营现金流	35.99	43.60	34.56	35.48
每股净资产(最新	108.27	129.01	150.78	180.56
<b>估值比率</b>				
P/E	60.9	55.1	49.6	39.7
P/B	18.5	15.5	13.3	11.1
EV/EBITDA	41.6	37.7	34.2	27.5

## 分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 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。