

2021年01月04日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

2218

公司基本资讯

| | | | |
|------------------|-----------------------------|------|------|
| 产业别 | 食品饮料 | | |
| A 股价(2020/12/31) | 1998.00 | | |
| 上证指数(2020/12/31) | 3473.07 | | |
| 股价 12 个月高/低 | 1998.98/949.0 | | |
| | 2 | | |
| 总发行股数(百万) | 1256.20 | | |
| A 股数(百万) | 1256.20 | | |
| A 市值(亿元) | 25098.83 | | |
| 主要股东 | 中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (54.00%) | | |
| 每股净值(元) | 118.18 | | |
| 股价/账面净值 | 16.91 | | |
| | 一个月 | 三个月 | 一年 |
| 股价涨跌(%) | 14.2 | 14.9 | 70.9 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------------|---------|------|
| 2020-10-26 | 1715.33 | 区间操作 |
| 2020-07-29 | 1670.00 | 买入 |
| 2020-04-28 | 1276.00 | 买入 |
| 2020-01-02 | 1183.00 | 买入 |
| 2019-10-16 | 1211.00 | 买入 |

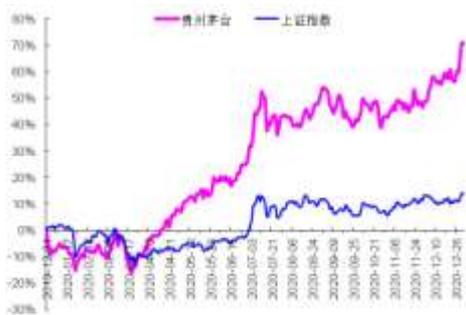
产品组合

| | |
|-----|-----|
| 茅台酒 | 89% |
| 系列酒 | 11% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 基金 | 3.7% |
| 一般法人 | 73.0% |

股价相对大盘走势



贵州茅台(600519.SZ)

TRADING BUY 区间操作

“十三五” 稳健收官，新一年行稳致远

结论与建议:

业绩概要: 公司公告预计 2020 年生产茅台酒基酒 5 万吨, 系列酒基酒 2.5 万吨, 实现营业总收入 977 亿元, 同比增 10%, 其中系列酒 94 亿, 同比持平略降, 实现净利润 455 亿, 同比增 10%。以此测算, 4Q 实现营业总收入 281.3 亿, 同比增 11%, 实现净利润 116.7 亿, 同比增 8.6%。

■ 砥砺前行, 全年目标顺利完成。根据此前新闻资料, 4Q 茅台酒投放 4160 吨, 各直销渠道投放范围广泛且规模较大, 使批价略有下降(目前在 2800 左右), 由于直销供货价较高(即 1399 元/瓶), 4Q 茅台酒存在量价齐升的情况。系列酒由于渠道调整以及产品主动控量, 因此全年收入持平亦属正常。我们认为, 直销放量但业绩上没有明显体现的主要原因在于营业外支出, 4Q 公司对外捐赠支出约 8.3 亿, 基本抵消茅台酒量价齐升带来的增量。从全年来看, 年初既定的 10% 的收入增长目标顺利完成, “十三五” 圆满收官。

■ “十四五” 行稳以致远。“十三五” 期间公司完成茅台酒技改, 基酒产能扩充至 5.6 万吨, 为“十四五” 打下坚实基础。集团提出“十四五” 期间将实现“三翻番”、“双巩固”和“双打造”的发展目标, 收入年均复合增速目标为 15%, 对应上市公司来看, 收入增速预计将达 12%-15%。根据媒体消息, 2021 年元旦春节期间将加大茅台酒市场投入, 目前, 各直销渠道维持放量, 当前 1 月经销商打款已完成, 2、3 月有序推进, 开门红有望; 从全年来看, 对应年份基酒产量较为充足, 直销规模扩大预计仍将是全年看点, 双位数增长可期。

■ 预计 2020-2022 年将分别实现净利润 455 亿、539 亿和 626 亿, 分别同比增 10.4%、18.5%和 16%, EPS 分别为 36.22 元、42.92 元和 49.81 元, 当前股价对应 PE 分别为 55 倍、47 倍和 40 倍。维持“区间操作”投资建议。

■ 风险提示: 宏观经济波动, 直销提升不及预期

..... 接续下页

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 35204 | 41206 | 45501 | 53910 | 62566 |
| 同比增减 | % | 30.00 | 17.05 | 10.42 | 18.48 | 16.06 |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 28.02 | 32.80 | 36.22 | 42.92 | 49.81 |
| 同比增减 | % | 29.96 | 17.06 | 10.43 | 18.48 | 16.06 |
| 市盈率(P/E) | X | 71.31 | 60.91 | 55.16 | 46.56 | 40.12 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 14.54 | 17.03 | 18.84 | 22.32 | 25.90 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.73 | 0.85 | 0.94 | 1.12 | 1.30 |

【投资评等说明】
评等定义

| | |
|--------------------|-------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy) | 潜在上涨空间 \geq 35% |
| 买进 (Buy) | 15% \leq 潜在上涨空间 < 35% |
| 区间操作 (Trading Buy) | 5% \leq 潜在上涨空间 < 15% |
| | 无法由基本面给予投资评等 |
| 中立 (Neutral) | 预期近期股价将处于盘整 |
| | 建议降低持股 |

附一：合并损益表

| 百万元 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 77199 | 88854 | 97718 | 113946 | 131384 |
| 经营成本 | 6523 | 7430 | 7946 | 9044 | 9892 |
| 营业税金及附加 | 11289 | 12733 | 14663 | 17098 | 19715 |
| 销售费用 | 2572 | 3279 | 2514 | 3532 | 4073 |
| 管理费用 | 5326 | 6168 | 6857 | 7996 | 9220 |
| 财务费用 | -4 | 7 | -146 | -171 | -197 |
| 资产减值损失 | 1 | | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | | | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 51343 | 59041 | 65728 | 76423 | 88656 |
| 营业外收入 | 12 | 9 | 8 | 8 | 8 |
| 营业外支出 | 527 | 268 | 944 | 175 | 164 |
| 利润总额 | 50828 | 58783 | 64792 | 76256 | 88500 |
| 所得税 | 12998 | 14813 | 16392 | 19062 | 22123 |
| 少数股东损益 | 2626 | 2764 | 2899 | 3284 | 3811 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 35204 | 41206 | 45501 | 53910 | 62566 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 112075 | 13252 | 15240 | 16764 | 18440 |
| 拆出资金 | 0 | 117378 | 135325 | 156020 | 180620 |
| 应收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 23507 | 25285 | 27813 | 30595 | 33654 |
| 流动资产合计 | 137862 | 159024 | 178378 | 203378 | 232715 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 15249 | 15144 | 15599 | 16066 | 16548 |
| 在建工程 | 1954 | 2519 | 2897 | 3186 | 3505 |
| 非流动资产合计 | 21985 | 24018 | 25219 | 26480 | 27804 |
| 资产总计 | 159847 | 183042 | 203596 | 229858 | 260518 |
| 流动负债合计 | 42438 | 41093 | 45725 | 46110 | 46738 |
| 非流动负债合计 | 0 | 73 | 20 | 20 | 21 |
| 负债合计 | 42438 | 41166 | 45745 | 46130 | 46759 |
| 少数股东权益 | 4570 | 5866 | 6159 | 6467 | 6791 |
| 股东权益合计 | 112839 | 136010 | 157851 | 183728 | 213760 |
| 负债及股东权益合计 | 159847 | 183042 | 203596 | 229858 | 260518 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 41385 | 45211 | 45928 | 51276 | 59123 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1629 | -3166 | -3518 | -1709 | -1314 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -16441 | -19284 | -22475 | -27347 | -31532 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 23315 | 22761 | 19935 | 22219 | 26277 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会因使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证| @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证| @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。