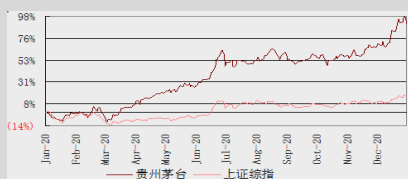


600519.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 2082.00

板块评级: 强于大市

本报告要点
■ 贵州茅台跟踪点评
股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.3	14.6	20.7	89.4
相对上证指数	2.5	8.7	13.7	74.0

发行股数(百万)	1,256
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	2,615,404
3个月日均交易额(人民币 百万)	6,236
净负债比率(%) (2021E)	(96)
主要股东(%)	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	58

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2021年1月15日收市价为标准

相关研究报告

《贵州茅台: 业绩低于预期, 未来增长确定性高, 值得长期坚守》20201027

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料制造

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

贵州茅台

加大拆箱促开瓶消费, 十四五成长确定性高, 值得长期坚守

加大茅台拆箱力度, 降低长期经营风险。茅台春节销售值得期待。2020年稳字当头, 正好实现既定的年度规划, 渠道体系健康, 2021年留有余力。未来3-5年业绩增长的确定性高, 值得长期坚守。

支撑评级的要点

- 加大茅台拆箱力度, 降低长期经营风险。**根据微酒新闻, 从1月1日起, 茅台专卖店系统每月将80%的茅台酒按照1499的价格拆箱售卖, 厂家会不定期到店检查拆箱售卖的情况以及箱子数量, 1月14日调整为100%开箱销售, 100%纸箱保留, 继续加大力度。强制要求经销商拆箱销售, 虽然短期可能抑制春节礼赠需求, 但可以促进真实的开瓶消费增加, 并减少投资和收藏需求占比, 降低长期经营风险。由于茅台渠道利润较高, 拆箱销售并不会影响渠道信心。
- 茅台春节销售值得期待。**根据微酒新闻, 疫情防控的同时, 茅台酒供应不仅正常进行, 还会有所增加, 茅台2021年春节供应量将超去年同期, 多地茅台酒经销商已陆续收到2021年1月的计划用酒, 同时2月的计划已经下单。另外, 根据2020年12月31日贵州茅台酒销售有限公司自营系统“关于加强2021年元旦春节期间销售的工作会议”上透露的消息, 2021元旦春节加大茅台酒投放量。根据贵州日报新闻, 茅台集团力争打造成省内首家世界500强企业, 2021年是十四五开局之年, 我们判断21年春节有动力实现开门红。我们认为, 在全国各地疫情出现反复的背景下, 茅台春节销售值得期待, 可能成为白酒行业2021年春节的一大亮点。
- 2020年稳字当头, 正好实现既定规划, 渠道体系健康, 2021年留有余力。**2020年营业总收入977亿, 同比增10%左右, 符合既定规划, 其中4Q20增11%, 净利455亿, 同比增10%左右, 其中4Q20同比增8.6%。受疫情影响, 2020年白酒行业普遍做了一些库存调节来确保年度目标, 但茅台完成目标则相对轻松, 2021年留有余力。由于优化经销商结构, 系列酒2020年营收94亿左右, 收入同比小幅下降, 考虑到渠道调整接近尾声, 我们判断2021年系列酒可恢复增长。
- 未来3-5年业绩增长的确定性高, 值得长期坚守。**巨大的渠道价差, 确保了短期业绩的稳定性, 而提价可能带来业绩超预期。消费跳跃式升级的行业背景、高端酒的消费者特点、成熟的老酒市场, 这三点决定茅台未来3-5年需求增长的确定性较高。

估值

- 根据前期的业绩公告, 我们小幅下调2020年盈利预测, 预计20-22年EPS为36.10、42.34、49.24元, 同比10%、17%、16%。**茅台是中国消费升级和集中度提升最大的受益者, 若因市场风格变化导致回调, 可迎来长期布局机会, 维持**买入**的评级。

评级面临的主要风险

- 渠道库存超预期, 市场风格切换。**

投资摘要

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	73,639	85,430	94,451	110,129	126,759
变动(%)	26	16	11	17	15
净利润(人民币 百万)	35,204	41,206	45,347	53,191	61,857
全面摊薄每股收益(人民币)	28.024	32.803	36.099	42.343	49.242
变动(%)	30.0	17.1	10.0	17.3	16.3
先前预测摊薄每股收益(人民币)			36.83	43.31	50.37
调整幅度(%)			(2.0)	(2.2)	(2.2)
全面摊薄市盈率(倍)	74.3	63.5	57.7	49.2	42.3
价格/每股现金流量(倍)	64.5	66.0	51.0	43.9	38.4
每股现金流量(人民币)	32.30	31.56	40.81	47.41	54.26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	51.0	45.6	38.4	32.2	27.2
每股股息(人民币)	13.088	16.015	17.624	20.672	24.040
股息率(%)	0.6	0.8	0.8	1.0	1.2
每股股息(人民币)	13.088	16.015	17.980	21.142	24.589
股息率(%)	0.6	0.8	0.9	1.0	1.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	73,639	85,430	94,451	110,129	126,759
销售成本	(17,812)	(20,163)	(21,140)	(23,960)	(26,808)
经营费用	(6,734)	(8,228)	(9,366)	(10,820)	(12,012)
息税折旧前利润	49,093	57,038	63,945	75,349	87,939
折旧及摊销	1,165	1,233	1,321	1,473	1,629
经营利润(息税前利润)	47,928	55,805	62,623	73,876	86,310
净利息收入/(费用)	4	0	85	173	207
其他收益/(损失)	(515)	(259)	(500)	(500)	(500)
税前利润	51,343	59,041	66,091	77,462	90,014
所得税	(12,998)	(14,813)	(16,831)	(19,768)	(23,001)
少数股东权益	(2,626)	(2,764)	(3,413)	(4,004)	(4,656)
净利润	35,204	41,206	45,347	53,191	61,857
核心净利润	35,204	41,206	45,347	53,191	61,857
每股收益(人民币)	28.024	32.803	36.099	42.343	49.242
核心每股收益(人民币)	28.024	32.803	36.099	42.343	49.242
每股股息(人民币)	13.088	16.015	17.624	20.672	24.040
收入增长(%)	26	16	11	17	15
息税前利润增长(%)	32	16	12	18	17
息税折旧前利润增长(%)	32	16	12	18	17
每股收益增长(%)	30	17	10	17	16
核心每股收益增长(%)	30	17	10	17	16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	113,741	132,200	159,229	190,785	226,681
应收帐款	614	1,540	1,637	1,908	2,196
库存	23,507	25,285	25,335	27,196	28,681
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	137,862	159,024	186,201	219,889	257,558
固定资产	17,203	17,663	18,664	19,718	20,669
无形资产	3,499	4,728	4,492	4,255	4,019
其他长期资产	1,283	1,627	1,627	1,627	1,627
长期资产总计	21,985	24,018	24,782	25,600	26,315
总资产	159,847	183,042	210,983	245,489	283,873
应付帐款	1,178	1,514	1,517	1,628	1,717
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	41,260	39,580	42,489	47,539	51,722
流动负债总计	42,438	41,093	44,006	49,168	53,439
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	73	145	218	291
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
储备	111,582	134,754	157,962	185,185	216,843
股东权益	112,839	136,010	159,219	186,441	218,099
少数股东权益	4,570	5,866	7,613	9,662	12,045
总负债及权益	159,847	183,042	210,983	245,489	283,873
每股帐面价值(人民币)	89.83	108.27	126.75	148.42	173.62
每股有形资产(人民币)	87.04	104.51	123.17	145.03	170.28
每股净负债/(现金)(人民币)	(89.22)	(10.55)	(125.37)	(150.26)	(178.60)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	51,343	59,041	66,091	77,462	90,014
折旧与摊销	1,165	1,233	1,321	1,473	1,629
净利息费用	(4)	0	(43)	(87)	(103)
运营资本变动	639	(926)	(97)	(272)	(288)
税金	(18,765)	(20,599)	(24,157)	(28,275)	(32,812)
其他经营现金流	6,200	898	8,144	9,249	9,719
经营活动产生的现金流	40,579	39,648	51,259	59,551	68,158
购买固定资产净值	(1,607)	(3,149)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
投资减少/增加	(359)	344	0	0	0
其他投资现金流	1,966	(116,173)	116,620	(815)	(868)
投资活动产生的现金流	0	(118,978)	115,120	(2,315)	(2,368)
净增权益	0	(1)	(2)	(3)	(4)
净增债务	16,509	20,742	0	0	0
支付股息	(16,441)	(20,117)	(22,139)	(25,968)	(30,199)
其他融资现金流	(16,441)	(20,117)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(16,373)	(19,493)	(22,139)	(25,968)	(30,199)
现金变动	24,206	(98,823)	144,24	31,268	35,591
期初现金	87,869	112,075	13,252	157,49	188,76
公司自由现金流	40,579	(79,330)	166,38	57,236	65,790
权益自由现金流	57,085	(58,581)	166,33	57,149	65,687

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	66.7	66.8	67.7	68.4	69.4
息税前利润率(%)	65.1	65.3	66.3	67.1	68.1
税前利润率(%)	69.7	69.1	70.0	70.3	71.0
净利率(%)	47.8	48.2	48.0	48.3	48.8
流动性					
流动比率(倍)	3.2	3.9	4.2	4.5	4.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(95.5)	(9.3)	(94.4)	(96.3)	(97.5)
速动比率(倍)	2.7	3.3	3.7	3.9	4.3
估值					
市盈率(倍)	74.3	63.5	57.7	49.2	42.3
核心业务市盈率(倍)	74.3	63.5	57.7	49.2	42.3
市净率(倍)	23.2	19.2	16.4	14.0	12.0
价格/现金流(倍)	64.5	66.0	51.0	43.9	38.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	51.0	45.6	38.4	32.2	27.2
周转率					
存货周转天数	112.9	104.2	97.8	87.1	80.4
应收帐款周转天数	4.6	4.6	6.1	5.9	5.9
应付帐款周转天数	5.4	5.8	5.9	5.2	4.8
回报率					
股息支付率(%)	46.7	48.8	48.8	48.8	48.8
净资产收益率(%)	34.5	33.1	30.7	30.8	30.6
资产收益率(%)	24.3	24.4	23.7	24.1	24.3
已运用资本收益率(%)	44.9	43.0	40.6	40.8	40.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371