

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

贵州茅台（600519）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2021年03月01日

供销两旺确保十四五开局，估值回落布局机会显现

证券分析师：陈青青

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001

证券分析师：熊鹏

021-60875164

xiongpeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

事项：

1) 2月27日，茅台时空公众号文章披露，2020年茅台集团营业收入、利润总额增长13.7%和18.2%；2) 近期白酒板块及茅台股价回调幅度较大，为更清楚反映公司基本面，我们跟踪渠道及终端情况并做反馈。

国信食品饮料观点：受资金面及情绪面影响，公司回调幅度较大，但股价回落后，当前时点，我们认为茅台布局机会已显现：1) 2020年茅台集团业绩较好，股份公司年报有望超预期。2020年茅台集团营业收入、利润总额增长13.7%和18.2%，超出年初制定收入利润均10%的增长目标，根据茅台股份公司与集团的收入利润贡献程度看，股份公司大概率2020年年报超预期；2) 公司估值逐步回落至合理范围，当前市值对应2022估值在42X左右，我们认为茅台估值具有安全垫，同时当前仍有春节销售情况好、年报有望超预期、定制产品提价等等催化剂；3) 资金面悲观情绪已较大程度反映，同时海外长线资金仍在逆势加仓A股；4) 供销两旺支撑强劲基本面，21Q1及全年业绩高增长可期。茅台节前发货同比增长13%，春节期间供销两旺，当前批价高位渠道库存在半个月以内，叠加部分非标产品提价，公司21Q1业绩高增长确定性较高；5) 公司治理逐步完善，作为核心资产中长期仍为资金重要配置方向。继续维持此前盈利预测，预计20-22年归母净利润467/546/636亿，对应EPS为37.17/43.50/50.61元，对应当前股价PE为57/49/42X，维持“买入”评级。

评论：

■ 受资金调仓及流动性影响，白酒板块及茅台股价回调幅度较大

春节后受资金面及情绪面影响，白酒板块下跌幅度较大，2月最后一周白酒指数下跌13.11%，龙头贵州茅台下跌13.71%。我们认为白酒板块的下跌背后逻辑是：流动性预期收紧，以及短期投资收益率横向比较弱于顺周期板块，导致资金调仓。我们认为，流动性当前仍充裕，同时短期风格切换导致的估值回落亦提供加仓优质资产的机会。“抱团”优质资产是中长期的趋势，白酒属于强定价权、高ROE、现金牛、中长期持续高成长能力的绝对优质资产，当前茅台股价回落配置价值显现，拉长时间维度收益率仍然较高。

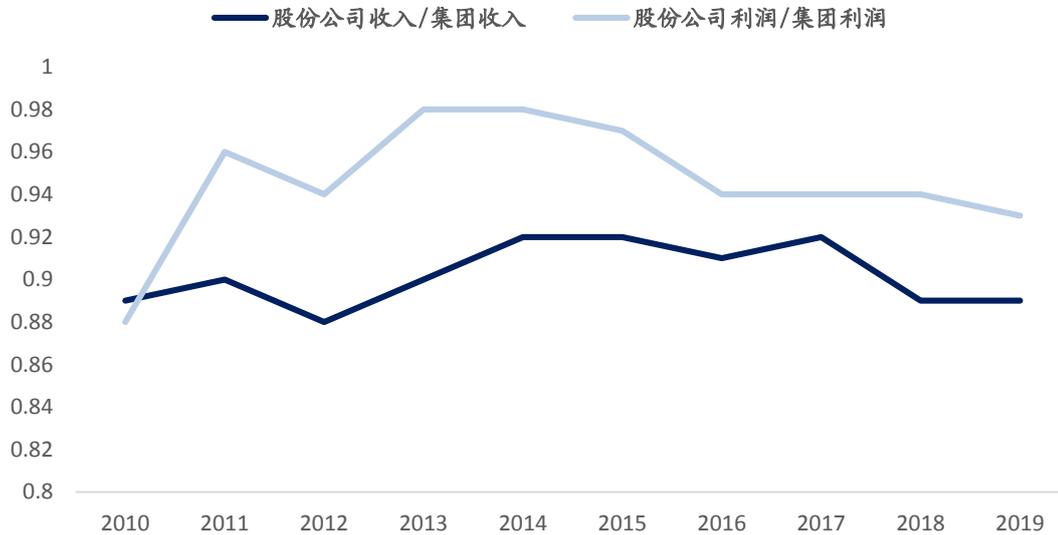
我们认为，股价回落后，当前时点茅台布局机会已显现：

1) 2020年茅台集团业绩较好，股份公司年报有望超预期

根据茅台时空2月27日文章披露，2020年茅台集团营业收入、利润总额增长13.7%和18.2%，超出年初制定收入利润均10%的增长目标。根据历史数据来看，股份公司贡献茅台集团绝对多数收入及利润，以2019年为例，2019年茅台集团营业收入、利润总额分别为1003亿元、630亿元，股份公司/集团的收入利润比例在89%和93%。2020年集团收入

利润超预期，股份公司跟集团业绩关联度较高，预计股份公司年报也有望超市场预期（公司前期发布 2020 年生产经营公告，初步核算 2020 年收入利润均为 10% 增长，但从 2019 年情况看，初步核算跟实际公告业绩仍有所出入）。

图 1：茅台股份公司跟集团收入及利润关联程度



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

2) 估值逐步回落至合理范围，布局时机显现

受资金面及情绪面影响，茅台节后股价大幅下跌，截止 2 月 26 日已从最高点回调约 18%，估值快速回落到 2022 的 42X 左右。我们认为，茅台当前估值已回落至合理区间，强劲的基本面及春节旺盛动销确保了估值的底部支撑，同时节后股价的快速下跌也充分反映了市场的悲观预期。而在当前时点，茅台估值具有安全垫，同时在春节销售情况好、年报有望超预期、定制产品提价等等的催化剂下，茅台布局时点显现。

3) 资金面悲观预期已较大程度反映，海外长线资金仍在逆势加仓 A 股

市场担忧国内流动性及美债收益率上行等问题，情绪化严重下短期股价快速下跌，我们认为情绪的悲观预期在短期已较大程度的迅速反应。同时北向资金中的长线资金仍在逆势加仓 A 股核心资产，对 A 股有一定程度的支撑。北向资金中外资银行持股占比最高，换手率低，我们认为是海外长线资金。近期北向资金内部行为分化明显，短线交易资金流出，而长线配置型的外资银行资金逆市买入，2 月最后一周外资银行逆势流入 25.8 亿元，主要方向为家电、交运等行业，长线资金加大 A 股在其全球资产配置中权重的逻辑不变。

4) 供销两旺支撑强劲基本面，21Q1 及全年业绩高增长可期

根据茅台时空，茅台春节前放量 8500 吨左右，同比增长 13%，叠加直营等渠道加大放量，一季度量价齐升业绩较好。春节期间，茅台普遍缺货，当前飞天散瓶批价在 2400 元以上，整箱批价在 3180 元左右，渠道库存在半个月以内，经销商配额发货到 2 月份，整体节奏平稳，呈现出供销两旺态势。同时根据渠道反馈，茅台总经销产品近期将提价，总经销产品销量在 1000-1500 吨左右，提价幅度接近 50%，测算提价有望贡献约 2% 的收入。此外，本周茅台总经理办公会上表示将凝心聚力夺取一季度开门红，我们认为茅台春节发货量较大叠加部分非标产品提价的驱动下，公司一季度业绩增长确定性较高，同时全年看茅台放量及结构调整为主要方向，十四五首年业绩高增可期。

图 2: 飞天茅台一批价变化情况 (元/瓶)


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

5) 中长期维度看, 公司治理制度逐步完善, 量价齐升空间仍大

公司管理层换届以来, 公司一系列动作都较为积极正面, 包括 2 月公布终止 4 项共计约 8.2 亿元的捐赠事项、投资建设酒库及“智慧茅台”项目等 8 项决议, 以及春节前的整箱茅台拆箱销售等等。我们认为, 这一系列动作下体现公司重视中小股东利益, 同时积极控价促进开瓶消费, 公司治理制度的逐步完善。业绩端来看, 公司量价提升空间仍大, 高渠道价差留有充足的想象空间, 随着基酒产量逐步加大, 市场管控能力逐步加强, 直销渠道占比持续提升, 非标产品拉升吨价等等动作下, 公司中长期业绩增长空间仍大。

■ 投资建议: 维持“买入”评级

短期公司一季度开门红确定性高, 2021 年十四五第一年高质量发展值得期待。中长期看, 茅台稀缺性仍在, 公司依靠绝对的领先地位、高渠道价差安全垫、产品及渠道结构调整和基酒扩产, 将中长期保持量价齐升的状态, 高业绩确定性同时享受估值溢价。继续维持此前盈利预测, 预计 20-22 年归母净利润 467/546/636 亿, 对应 EPS 为 37.17/43.50/50.61 元, 对应当前股价 PE 为 57/49/42X, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	13252	159939	190207	226084
应收款项	1540	1510	1754	2026
存货净额	25285	30164	35046	40124
其他流动资产	1570	1872	2229	2477
流动资产合计	159024	193484	229236	270711
固定资产	17663	19435	21261	22844
无形资产及其他	4728	4539	4350	4161
投资性房地产	1627	1627	1627	1627
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	183042	219085	256473	299342
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	1514	1542	1795	2096
其他流动负债	39580	50069	57337	65180
流动负债合计	41093	51611	59132	67276
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	73	92	117	119
长期负债合计	73	92	117	119
负债合计	41166	51703	59249	67394
少数股东权益	5866	7473	9351	11537
股东权益	136010	159909	187873	220410
负债和股东权益总计	183042	219085	256473	299342

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	32.80	37.17	43.50	50.61
每股红利	16.01	18.15	21.24	24.71
每股净资产	108.27	127.30	149.56	175.46
ROIC	63%	221%	283%	343%
ROE	30%	29%	29%	29%
毛利率	92%	92%	92%	92%
EBIT Margin	67%	67%	67%	68%
EBITDA Margin	68%	69%	69%	70%
收入增长	15%	11%	16%	15%
净利润增长率	17%	13%	17%	16%
资产负债率	26%	27%	27%	26%
息率	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%
P/E	56.2	57.11	48.80	42.94
P/B	17.0	14.5	12.3	10.5
EV/EBITDA	39.0	34.8	29.8	25.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88854	98895	114931	132708
营业成本	7430	8208	9367	10617
营业税金及附加	12733	14082	16547	19007
销售费用	3279	3560	3908	4247
管理费用	6168	6865	7660	8682
财务费用	7	(938)	(932)	(1050)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(14)	(2)	(6)	(7)
其他收入	(181)	0	0	0
营业利润	59041	67116	78375	91198
营业外净收支	(259)	(325)	(325)	(325)
利润总额	58783	66791	78051	90873
所得税费用	14813	16955	19741	23026
少数股东损益	2764	3140	3669	4272
归属于母公司净利润	41206	46696	54640	63574

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	41206	46696	54640	63574
资产减值准备	4	1	1	1
折旧摊销	1233	1877	2167	2408
公允价值变动损失	14	2	6	7
财务费用	7	(938)	(932)	(1050)
营运资本变动	(4220)	5388	2063	2548
其它	1410	1606	1877	2186
经营活动现金流	39648	55570	60754	70725
资本开支	(1600)	(3464)	(3810)	(3810)
其它投资现金流	(117378)	117378	0	0
投资活动现金流	(118978)	113914	(3810)	(3810)
权益性融资	833	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(20117)	(22797)	(26676)	(31038)
其它融资现金流	19909	0	0	0
融资活动现金流	(19493)	(22797)	(26676)	(31038)
现金净变动	(98823)	146687	30268	35877
货币资金的期初余额	112075	13252	159939	190207
货币资金的期末余额	13252	159939	190207	226084
企业自由现金流	39728	53181	58280	68457
权益自由现金流	59637	54797	61550	72342

相关研究报告

- 《贵州茅台-600519-重大事件快评：十三五圆满收官，十四五开启高质量发展新征程》 ——2020-12-22
- 《贵州茅台-600519-2020 三季度点评：直营占比继续提升，全年双位数增长有望顺利达成》 ——2020-10-27
- 《贵州茅台-600519-2020 年半年报点评：稳中有进实现半年目标，直销显著提速》 ——2020-07-29
- 《贵州茅台-600519-2019 年年报点评：业绩稳定增长，改革渐显成效》 ——2020-04-22
- 《贵州茅台-600519-重大事件快评：初测业绩波动，稳增信心不变》 ——2020-01-06

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032