信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

复盘 2020：质量为本，稳字当头

—贵州茅台(600519)公司深度报告

2021 年 01 月 27 日

马铮 食品饮料首席分析师
S1500520110001
mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

贵州茅台(600519)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价（元）	2,141.89
52 周内股价波动区间(元)	2,175.00-996.00
最近一月涨跌幅(%)	2,041.89
总股本(亿股)	12.56
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	26,906.38

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

复盘 2020：质量为本，稳字当头

2021 年 01 月 27 日

本期内容提要：

◆**投资建议：茅台 2020 年业绩目标基本完成，“十四五”定调高质量发展。**2020 年，公司预计实现营业总收入 977 亿元左右，同比增长 10%左右，实现归母净利润 455 亿元左右，同比增长 10%左右，符合公司年初 10%的增长目标，十三五顺利收官。回顾 2020 年，短期景气度下降对市场影响弱化，白酒行业长期发展头部集中的趋势加快，品牌分化进一步加剧，资本市场对竞争格局清晰的头部公司增加配置，对短期成长速度的要求降低，更加看重企业发展的持续性和确定性，茅台作为稀缺优质资产将得到更多关注。茅台依然具备五年翻倍的业绩成长能力，增长点来自增量、提价、产品结构适当升级、自营渠道建设等，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 36.37、42.78 和 50.00 元，对应 2021 年 1 月 26 日收盘价（2141.89 元/股）市盈率 59/50/43 倍，首次给予“买入”评级。

◆**“十四五”规划紧扣高质量发展，力争成为世界 500 强。**2020 年，省领导与董事长多次强调高质量发展基调，坚持守牢“质量、安全、生态”三条生命线，以“三找”促“三转”成“三实”，始终把忧患意识、风险意识、危机意识贯穿于生产、发展的全过程。茅台酒“十三五”技改工程完成，3 万吨系列酒技改项目开启，五年“智慧茅台”建设启动，让数据成为茅台高质量发展的“引擎”。在高质量发展保障下，公司力争在“十四五”期间实现成为省内首家世界 500 强企业目标。

◆**直营渠道放量，“稳”字当头，释放营销势能。**2019 年下半年起，公司开始对社会经销商进行清理，加大直销渠道放量，实现控价稳市目标。截至 2020 年三季度，公司直销收入占比提升至 12.56%，较 2019 年提升 4.07pct。2020 年系列酒经销商大会上，茅台酱香酒公司将签订合同的甲乙双方互换，经销商第一次成为甲方，打造经销商沟通协作的新型合作模式。茅台酱香系列酒体验中心也在多地相继开业，遍布全国十余省份，拓展新销售渠道，并与现有销售渠道形成互补，构建新型终端营销模式，释放营销势能。

◆**展望未来，稀缺优质资产是资本首选标的，茅台长期价量齐升逻辑不变。**站在千亿新起点，若要实现公司“十四五”规划目标，即 2025 年进世界 500 强，年化收入增速约 15%，符合公司稳定高质量发展基调。未来公司预计实现 5.6 万吨的茅台酒产量，系列酒 1:1 等产，长期价量齐升逻辑不改。

◆**股价催化剂：**茅台酒出厂价提升；通胀预期升温

◆**风险因素：**批价上涨过快导致政治舆论风险；冬季疫情复发加重

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	77,199	88,854	97,197	113,115	131,145
增长率 YoY %	26.4%	15.1%	9.4%	16.4%	15.9%
归母净利润(百万元)	35,204	41,206	45,682	53,735	62,810
增长率 YoY%	30.0%	17.1%	10.9%	17.6%	16.9%
毛利率%	91.4%	91.6%	92.0%	92.8%	93.0%
净资产收益率ROE%	31.2%	30.3%	28.9%	29.3%	29.4%
EPS(元)	28.02	32.80	36.37	42.78	50.00
市盈率 P/E(倍)	21.05	36.06	58.90	50.07	42.84
市净率 P/B(倍)	6.57	10.93	17.05	14.66	12.60

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2021 年 01 月 26 日收盘价

目 录

投资逻辑：.....5
1. 全年股价表现：上半年引领板块走强，下半年走稳.....6
1.1 2020.1.1-2020.3.19：两次疫情冲击，市场震荡不断.....6
1.2 2020.3.20-2020.7.13：白酒消费场景逐渐恢复，市场整体表现强势.....7
1.3 2020.7.14-2020.10.27：短期刺激因素减弱，市场水平波动.....8
1.4 2020.10.28-2020.12.31：区域龙头 Q3 业绩亮眼，二线酒企涨幅加快.....10
2. 疫情下茅台表现极强韧劲，坚持走高质量发展路.....11
2.1 公司换帅年轻化，肩负社会责任政治任务.....12
2.2 坚持质量为本，走高质量发展道路.....13
2.2.1 定高质量发展基调.....13
2.2.2 技改项目投产扩张产能.....13
2.2.3 数字化转型发展.....14
2.3 释放新营销体系能效，探索文化体验创新模式.....15
2.3.1 “稳”字当头协同发展.....15
2.3.2 激发营销系统活力.....16
2.3.3 探索文化体验营销，推升品牌建设.....16
3. 结论：短期景气度影响弱化，茅台仍具有长期投资价值.....17
3.1 短期景气度对市场的影响在弱化.....17
3.2 白酒行业头部集中的发展趋势明确.....17
3.3 茅台仍具有长期投资价值.....18
4. 盈利预测和评级.....20
4.1 盈利预测及假设.....20
4.2 投资评级.....20
5. 风险提示.....21

表 目 录

表 1：2020 年管理层呈年轻化变动.....12
表 2：DCF 估值假设.....19
表 3：公司收入预测.....20
表 4：可比公司盈利及估值对比.....20

图 目 录

图 1：2020 年茅台股价增长 76.8%，优于市场整体表现.....6
图 2：2019 年高端白酒股价涨幅大，估值处于高位.....6
图 3：茅台五年计划收入增速呈先快后慢特点.....6
图 4：2 月 4 日-3 月 6 日 A 股三大指数高涨.....7
图 5：外资在国内外疫情冲击进出茅台变化.....7
图 6：3 月 23 日-7 月 13 日茅台陆股通占比持续提升.....8
图 7：7 月市场出现两次暴跌.....9
图 8：8 月中下旬白酒板块新一轮上涨.....9
图 9：7 月 13 日-10 月 30 日茅台陆股通占比两次回落.....9
图 10：3 月-9 月茅台整箱一批价高涨.....9
图 11：酱香酒稀缺性与工艺特定决定高价优势.....10
图 12：11 月起二线酒企股价涨幅快.....10
图 13：2020Q1 茅台收入增长 12.76%.....11
图 14：2020Q1 茅台净利润增速 16.69%.....11
图 15：茅台 2020 年各季度业绩均保持正增长.....12
图 16：2020 年系列酒贡献边际增量.....12
图 17：茅台酒 2025 年可供销量约 4.8 万吨.....14
图 18：茅台酒产能利用率约为 1.3.....14
图 19：系列酒产能利用率约为 1.15.....14
图 20：社会经销商渠道深度调整基本到位.....15
图 21：2020 年直销收入占比明显提升.....15
图 22：陕西省首家系列酒体验中心室内布局.....16
图 23：上市酒企收入占比持续提升.....17
图 24：上市酒企利润总额占比大.....17
图 25：一线酒企的收入比重持续提升.....18
图 26：一线酒企的利润总额占比提升.....18

图 27：中国高净值人群数量快速增长.....18
图 28：茅台分红率稳定在 50%左右 18
图 29：茅台历史动态 PE.....20

投资逻辑：

2020 年，茅台在疫情下的极强韧性表现，推动其股价的不断攀升，屡次创股价新高，目前茅台股价已突破 2000 元。市场认为，当前估值过高存在市场泡沫风险。

我们认为茅台仍然具备长期投资价值，短期景气度对估值影响有限。

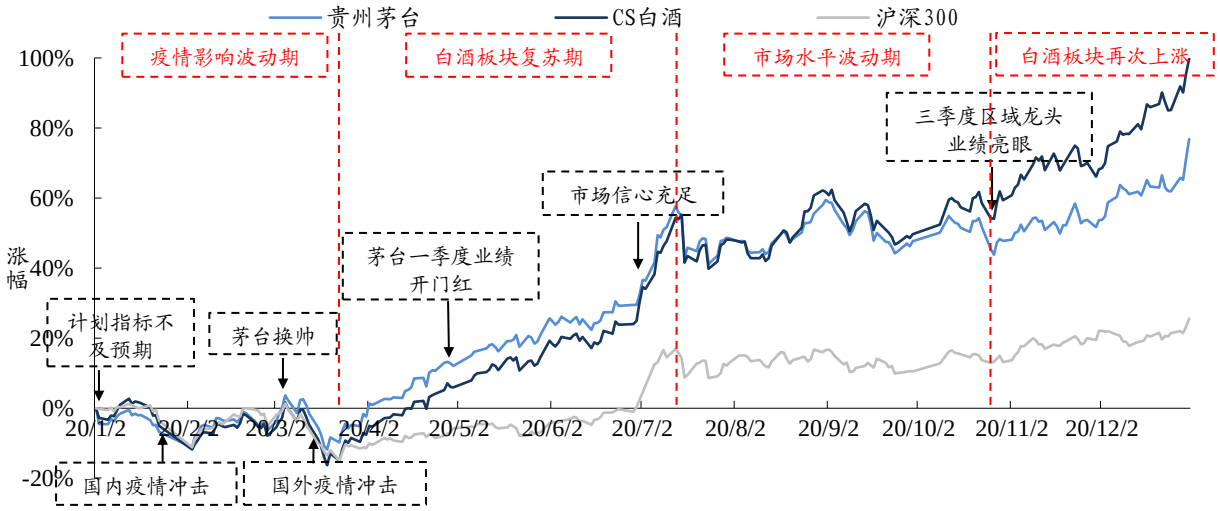
白酒龙头的价值来自行业特有无形资产的加持。价值高低取决于未来一系列现金流预期的状态，现金流预期的成长性、确定性、持续性是决定价值高低的关键要素，但由于未来的不可预测，所以市场会阶段性的对三要素赋予不同的权重。**在全球经济增速回落的宏观背景下，多数行业的成长性客观上存在制约，而市场赋予确定性和持续性的权重由此上升，龙头发展的确定性和持续性最明确。**这一逻辑在白酒行业被再次加强。白酒行业的持续性和确定性来自中国酒文化的历史背书、龙头酒企的品牌沉淀、产品本身众多的精神属性。无形资产的价值最难积累，也最宝贵。比如大量的企业研发费用多数都费用化，最终形成有价值的专利资产的很少；再比如，企业竞争到最后比的不是品牌、产品、渠道等形而下的东西，而是企业的文化和价值观；再比如，人类较其他动物的巨大优势更多基于语言系统上的想象力。从无形资产的角度出发，白酒行业发展的持续性和确定性最强的，龙头的无形价值更大。

白酒**龙头的估值受到行业短期景气度影响逐步减弱。**白酒行业的无形价值不是“新变量”，为何可以一直给估值。从近两年市场的短期盈利预测可以看出，市场对 EPS 的预测并没有出现明显的偏离，但市场对估值倍数有了大幅度的提升。我们认为在白酒这种竞争格局非常稳定的行业中，相较短期景气度，我们应该更加看重长期行业头部集中的发展趋势和企业的竞争优势。白酒短期景气度应被充分预期而不是“拔估值”的主要原因。而长期行业发展趋势在多次行业景气波动中愈加明确，机构投资者市场定价权的提升与对白酒行业特有属性和龙头竞争优势深入理解更好的匹配。再从大类资产配置思路出发，短期估值较高降低了长期持有茅台股票的预期回报率，但在长久期和低成本的资金选择中，茅台在大类资产的收益和风险比较中依然具有优势。因此，我们认为，**第一，即使疫情反复带来行业景气再次波动，白酒龙头的估值受到影响有限。第二，白酒龙头估值提升不仅来自表现出来的经营周期性弱化，而是白酒无形资产赋予的持续性和确定性。第三，现有估值下，白酒在大类资产的预期回报率比较中仍有优势，茅台是最稀缺的优质资产。**

1. 全年股价表现：上半年引领板块走强，下半年走稳

随着 2020 年下半年国内疫情稳定，经济复苏向好，沪深 300 全年增长 25.5%，茅台股价涨幅达 76.8%，优于市场整体表现，年末收盘价格创下历史新高，距 2000 元仅一步之遥。白酒板块上半年恢复速度慢于茅台，体现出高端白酒极强的品牌韧性。得益于中秋国庆双节叠加，区域名酒的动销恢复加速，三季度业绩大幅改善增强市场信心，各酒企正积极迎接春节销售旺季的到来，白酒板块四季度涨势明显，全年涨幅达 99.8%。

图 1：2020 年茅台股价增长 76.8%，优于市场整体表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.1 2020.1.1-2020.3.19：两次疫情冲击，市场震荡不断

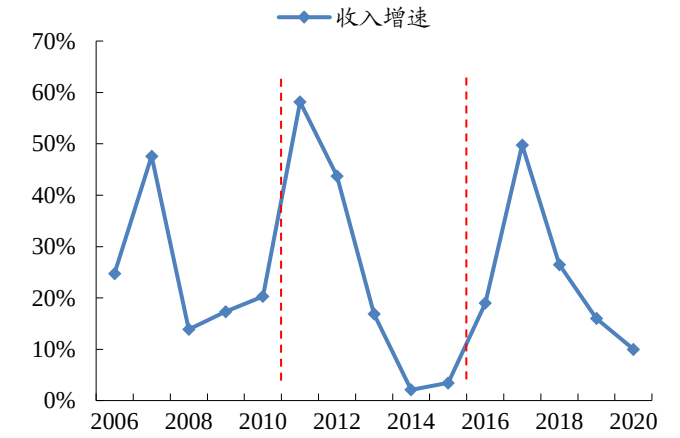
2019 年计划指标不及预期，高估值下股价回落。2019 年，茅五泸的股价涨幅较大，年中最高估值均超 30 倍 PE，处于历史高位，增速与估值不匹配市场担忧白酒行业周期或再次到来，四季度股价走弱。2020 年第一个交易日（1 月 2 日）盘前，茅台股份发布业绩预告，称 2019 年营业总收入、净利润预计增长 15%左右，倒推单四季度净利润或出现负增长，业绩不及市场预期，当天股价下跌 4.48%，第二天股价继续下跌 4.55%，刷新 2019 年 9 月以来新低。2020 年公司收入增长目标为 10%，虽不及近年来的实际增速，但符合茅台每五年收入增速先快后慢的特点，且 2019 年已实现集团收入过千亿，业绩目标放缓合理。

图 2：2019 年高端白酒股价涨幅大，估值处于高位



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：茅台五年计划收入增速呈先快后慢特点



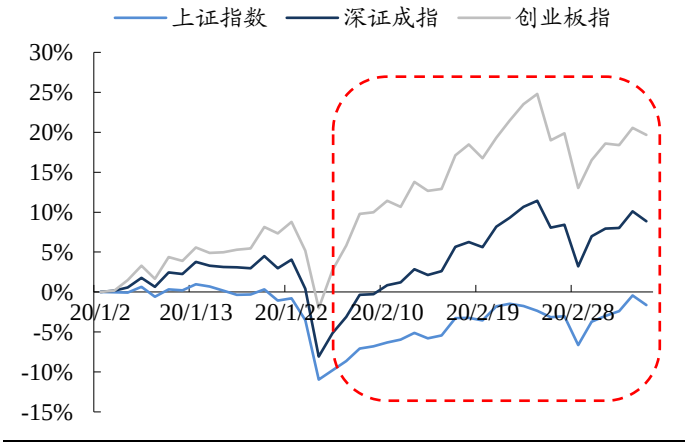
数据来源：Wind，信达证券研发中心

受春节期间国内疫情影响，节后首个交易日市场暴跌，悲观情绪凸显。2020 年春节前夕，伴随春运返乡高峰，新冠疫情在湖北省大规模爆发，并迅速扩散至全国，31 个省份启动突发公共卫生事件一级响应，春节假期首次延长 3 天，绝大多数省市复工时间延长一周，全国经济生产活动停滞。受此影响，市场负面情绪加重，春节后首个交易日（2 月 3 日）三大股指暴跌，沪指下跌 7.72%，深成下跌 8.45%，创业板下跌 6.85%，3212 只 A 股跌停，白酒板块跌幅达 7.1%，茅台股价下挫 4.64%，跌破千元。

董事长调研强调 2020 年目标不变，释放积极应对信号。2 月 4 日，时任公司董事长李保芳在调研各单位疫情防控时强调，茅台秉承今年“计划不变，任务不减，指标不调，员工收入不降”的既定目标，释放强抗压、抗风险正面信号，致力实现上半年“双过半”生产经营目标，为下半年的经济复苏夯实基础。当天，A 股三大指数低开高走收涨，市场情绪恢复，白酒板块集体增长，茅台股价收涨 3.4%。在公司领导的积极部署下，茅台集团于 2 月 13 日在全行业率先实现复工复产；2 月 17 日，庚子年第一批茅台酒从包装生产线下线，包装、勾贮车间和销售等相关单位开始运转，标志着茅台集团全面有序复工复产。

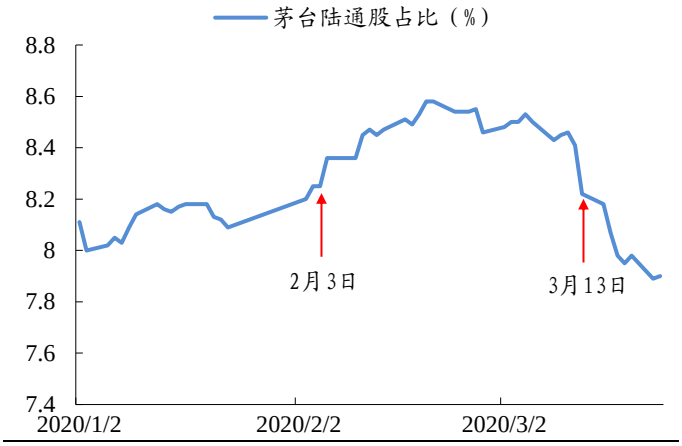
全国开始分批复工复产，市场情绪恢复乐观。2 月中下旬起，除湖北省外，全国各地开始有序推进分批复工复产工作。2 月 4 日-3 月 6 日，沪指涨幅达 9%，基本恢复至节前水平；深指和创业板分别增长 14.8%、16.5%，均较节前有大幅增长。市场认为，国家及时且坚定的防疫措施增强了全国的抗疫信心，疫情对全国的经济冲击只是一时的，经济恢复向好促进市场乐观情绪。2 月 3 日起，流入茅台的外资明显增加，茅台股价也涨回 1100 元。

图 4：2 月 4 日-3 月 6 日 A 股三大指数高涨



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：外资在国内外疫情冲击进出茅台变化



数据来源：Wind，信达证券研发中心

全球疫情扩散，美股十天内四次触发熔断机制，全球股市暴跌。3 月伊始，全球疫情开始爆发，美国疫情也愈发严重，自 3 月 9 日起，十天内美股指数四次触发熔断机制，全球市场出现大面积恐慌情绪。国内资本市场同样倍受牵连，沪指连跌 6 天，再次跌破 2700 点，此次全球疫情对我国资本市场的负面影响超过 2 月国内疫情的影响。3 月 13 日起，外资开始大量流出茅台，茅台股价也随市场整体波动，再次下探到千元以下。

1.2 2020.3.20-2020.7.13：白酒消费场景逐渐恢复，市场整体表现强势

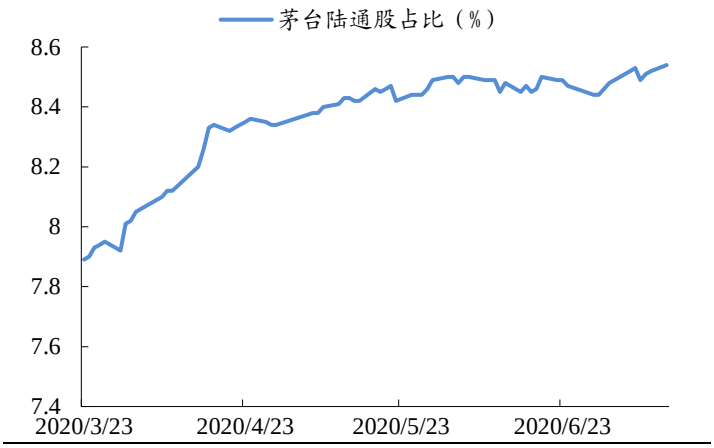
民航局大幅缩减国际航班，严控境外输入可能，国外疫情影响有限。自国外疫情开始爆发以来，民航局不断缩减国际航班量，3 月 26 日起仅保留一司一国一线，最大限度遏制境外疫情的输入。在尽可能减少境内外人员流入的情况下，国内疫情得到有效控制，经济生产及居民生活逐步恢复正常，白酒消费场景得以释放。市场认为国外疫情对国内经济的影响程度

是有限的，不会影响国内经济恢复的大趋势。4-5 月，白酒动销逐步恢复，部分酒企业绩逆势转正，给予市场强大的信心，白酒行业率先在整体市场中开启增长态势。

叠加中美摩擦，两会前后市场出现波动。5 月 21 日，全国两会召开，会上提出 2020 年不设经济增长目标，这也是近二十年来的首次不对经济增长率作硬性要求，货币政策和财政政策措施都大幅度低于预期，市场对牛市到来的预期降低，股市出现下跌。5 月 22 日，北京宣布将推动《国安法》在香港的实施，美国政府对此发出威胁，宣称将会强烈回应，由此带来的港股的波动也同样影响了国内资本市场。5 月 23 日，特朗普一反常态，仅口头表示或将取消香港独立关税地位，并未出台实质性措施，制裁不确定消除，促进国内市场反弹。同一周周末，上交所表示，将开展 T+0 的研讨工作，由于 T+0 将大幅提升市场流动性，利好市场走强。6 月 1 日，5 月 PMI 指数公布，较 4 月提高 1.3pct，为 2 月以来最高，表明企业经营逐步恢复正常，经济景气度有望持续改善。受近日利好因素影响，6 月 1 日市场走高，茅台股价也上涨 3.87%，突破 1400 元，创历史新高。

4 月以来外资持续注入茅台，叠加宽松货币政策，年中市场表现强势。自 3 月中上旬受美国四次熔断影响以来，外资再次持续注入茅台，陆通股占比从 7.89%提升 8.54%。疫情发生后，我国货币政策宽松，金融机构间资金价格低廉，M2、社融增速大幅上升，宏观流动性充裕。7 月 1 日，大盘突破 3000 点，成为新一轮快速增长的标志性时间点，乐观情绪带动大量资金流入市场，凭借这波涨势，茅台市值首次突破 2 万亿，股价突破 1700 元，创历史新高，市场信心充足。

图 6：3 月 23 日-7 月 13 日茅台陆股通占比持续提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

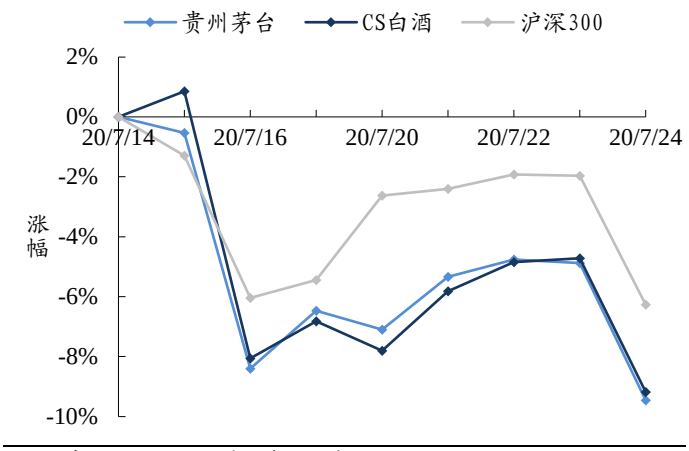
1.3 2020.7.14-2020.10.27：短期刺激因素减弱，市场水平波动

上半年需求端恢复不及供给端，单日市场出现暴跌。7 月 16 日，国家统计局发布上半年国民经济成绩单，上半年 GDP 总体下降 1.6%，Q2 经济增速由负转正，GDP 同比增长 3.2%。从供需两端看，国内供给端数据逐步恢复，上半年全国规模以上工业增加值虽同比下降 1.3%，但降幅比一季度收窄 7.1pct，其中 Q2 增长 4.4%；受需求端影响更为明显的社会消费品零售数据，其改善幅度不及工业增加值数据，上半年社会消费品零售总额同比下降了 11.4%，降幅比一季度收窄 7.6pct，其中 Q2 下降 3.9%，6 月份同比下降 1.8%，不及市场预期。当日，A 股大幅下跌，沪指收跌 4.5%，深成收跌 5.37%，创业板收跌 5.93%，茅台股价暴跌 7.9%。

中美摩擦不断，股市再次震荡回落。7 月 21 日，美方单方面挑起事端，突然要求中方于 7 月 24 日下午 4 时关闭驻休斯敦总领事馆。美国国务卿蓬佩奥 7 月 23 日发表对华政策演讲，

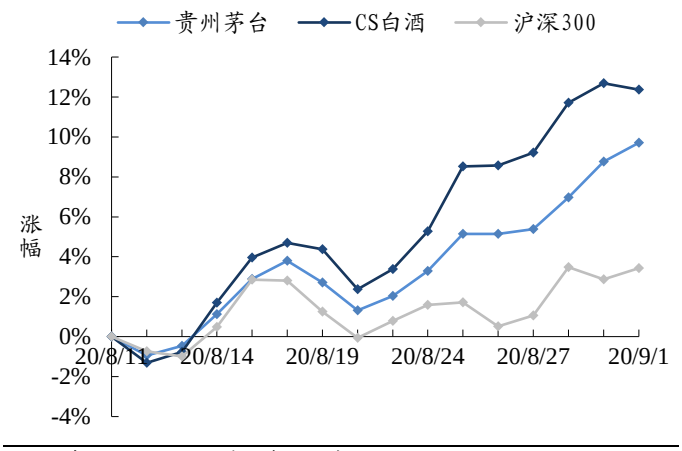
呼吁世界各国与中国人民“改变中国的行为”，被外界视作是开启新一场冷战的新铁幕演讲。7 月 24 日上午，中方决定撤销对美国驻成都总领事馆的设立和运行许可，并对成都总领事馆停止一切业务和活动提出具体要求，强硬回应美方行为。中美矛盾激化，受此影响，7 月 24 日 A 股再次下跌，沪指收跌 3.86%，茅台大跌 4.82%，股价跌破 1600 元。

图 7：7 月市场出现两次暴跌



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：8 月中下旬白酒板块新一轮上涨

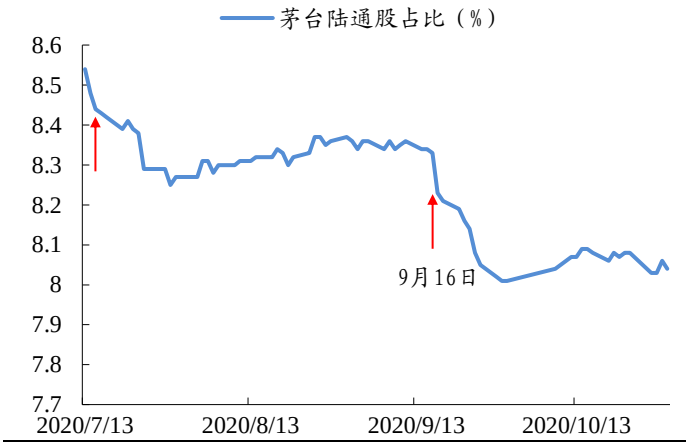


数据来源：Wind，信达证券研发中心

白酒板块 Q2 业绩好转，茅台批价不断上行，给予市场信心。7 月底半年报业绩披露，大多数酒企 Q2 收入降幅收窄，小部分逆势转增，行业动销恢复与酒企控货至合理水平。茅台批价突破新高上行至 2720 元左右，五粮液部分地区批价上行至 960 元，为行业发展坚定信心。8 月中下旬，白酒行业迎来新一轮涨幅，茅台股价首次突破 1800 元，创历史新高。

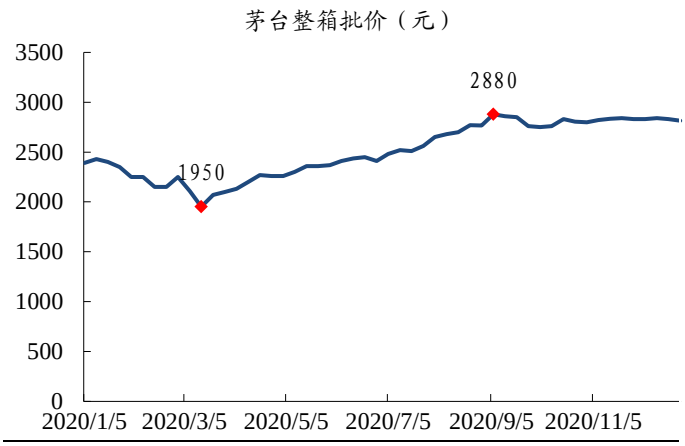
外资抽逃，避险情绪加重。受中美摩擦影响，外资避险情绪加重，自 7 月 14 日开始，茅台陆通股占比连续下降，十天内减少 0.25pct。9 月 15 日夜间，美联储主席鲍威尔讲话的加息预期引发市场恐慌，美股尾盘跳水，第二天白酒板块外资抽逃明显，茅台陆通股占比连续十天下降，共计减少 0.33pct。受外资抽逃影响，茅台股价再次回落至 1600 元附近。

图 9：7 月 13 日-10 月 30 日茅台陆股通占比两次回落



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：3 月-9 月茅台整箱一批价高涨



数据来源：河南百荣市场，信达证券研发中心

中纪委点名高端白酒涨价不正之风，高端白酒政治风险提升。由于批价上涨过快，茅台接连被点名，7 月 15 日，人民日报旗下新媒体平台学习小组发表文章《变味的茅台 谁在买单？》，9 月 22 日，中央纪委国家监委官网发布《警惕高端白酒涨价引发不正之风回潮》。今年以来，茅台官方鲜少提及控价稳市，但四季度便提到了两次，一次是 10 月在济南召开的市场工作座谈会，另一次是 12 月在大连召开的东北三省市场调研座谈会，茅台表示将继

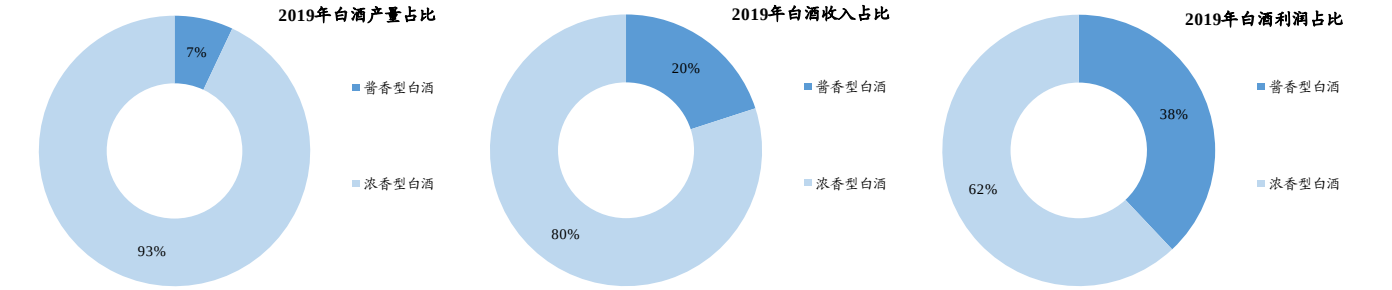
续严厉打击哄抬价格等行为，承诺做好控价稳市工作。

1.4 2020.10.28-2020.12.31：区域龙头 Q3 业绩亮眼，二线酒企涨幅加快

13 家酒企三季度超双位数增长，区域龙头复苏增强行业信心。除少量境外输入病例外，国内疫情得到有效控制，叠加中秋国庆双节，婚庆、商务宴席等消费场景增加，区域名酒的动销恢复加速，多家酒企三季度报表业绩超预期。疫情影响下，白酒行业分化加速，市场份额进一步向区域龙头集中，市场预期 2021 年行业将继续分化，区域龙头的业绩增长趋势较其他酒企更具有稳定性。

“酱酒热”趋势下，茅台批价不断突破天花板，给予白酒行业更多提价空间。因工艺特点，酱酒在消费升级的大背景下顺应了酒类消费者“喝好酒”的基本需求，天然具备了向高价位发展的基础。自 2019 年起，“酱酒热”成为行业热点趋势，疫情影响下依旧热情不减。茅台一批价受一季度疫情影响，一度跌破 2000 元，随着复工复产经济恢复，茅台批价一路走高，不断突破价格天花板，年末稳定在 2800 元附近，较最低点增长约 900 元。正是由于茅台批价的快速增长，给予其他白酒更多的价格提升空间，下半年多家酒企纷纷提价。金沙、国台、钓鱼台、郎酒、习酒等酱酒企业的主要产品提价 20%-40%不等，紧跟酱酒热趋势，巩固酱酒的高价特性。

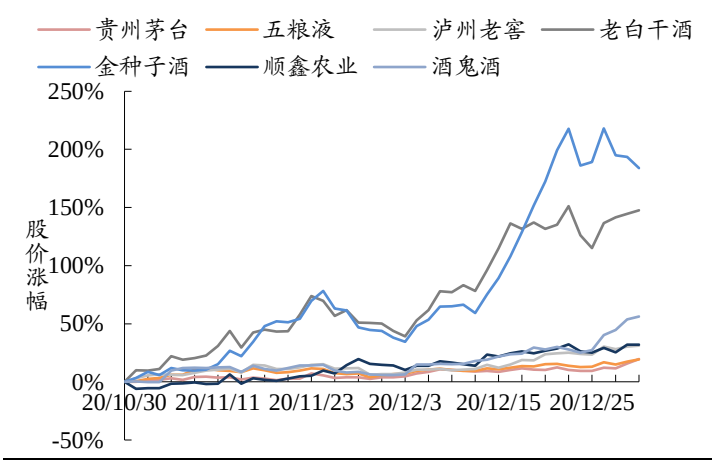
图 11：酱香酒稀缺性与工艺特定决定高价优势



资料来源：权图酱酒工作室，信达证券研发中心

前三季度二线酒企涨幅较小，估值偏低，资金倾向性增强。在三季报披露后，白酒行业整体信心增强。由于一线酒企在疫情前期业绩表现突出，边际改善空间小且估值处于高位，市场资金更多流入 Q3 业绩改善幅度大、边际想象空间高的二线酒企。自 11 月以来，二线酒企股价涨幅远超一线酒企，带动白酒板块高速增长。

图 12：11 月起二线酒企股价涨幅快

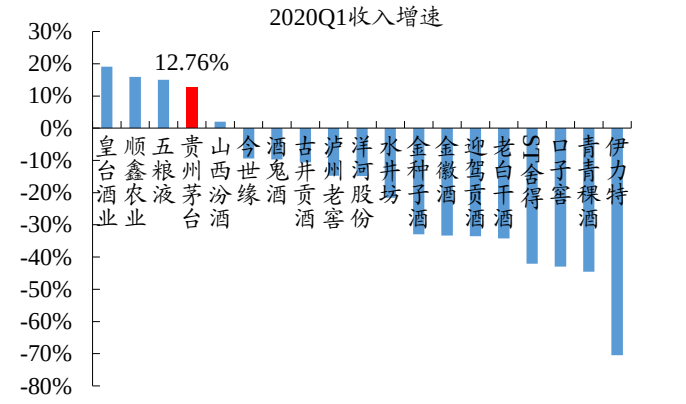


数据来源：Wind，信达证券研发中心

2. 疫情下茅台表现极强韧劲，坚持走高质量发展路

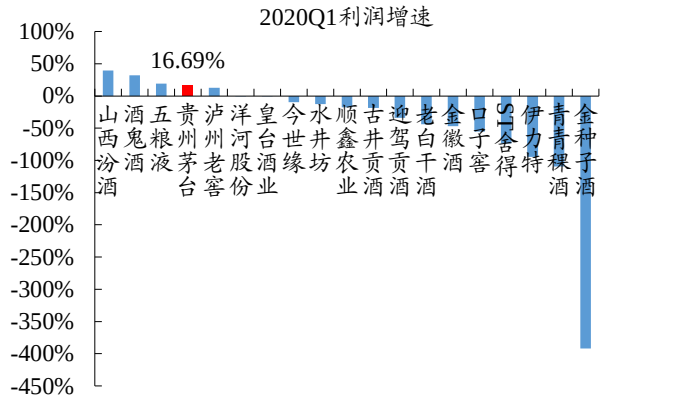
一季度实现开门红，疫情下不减增长动力。受疫情影响，大部分上市酒企一季度业绩惨淡，仅有 5 家白酒上市公司实现逆势增长。得益于长期市场供需不平衡，茅台在疫情下仍顺利取得良好开局，收入增长 12.76%，利润增长 16.69%，给予市场强心剂。

图 13：2020Q1 茅台收入增长 12.76%



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：2020Q1 茅台净利润增速 16.69%

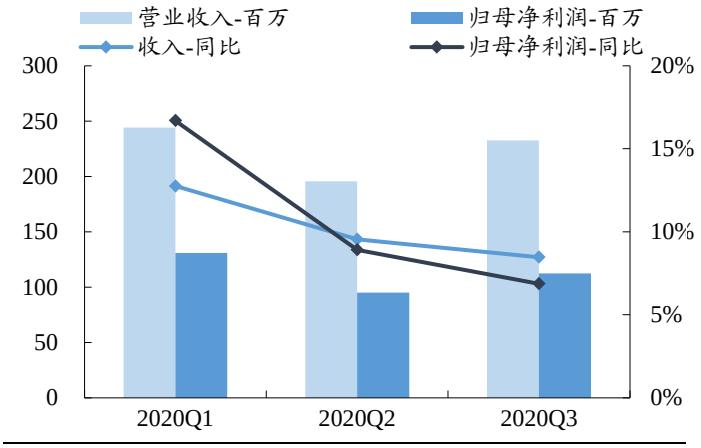


数据来源：Wind，信达证券研发中心

上半年多次强调目标不减，企业经营信心足。2 月 4 日，时任公司董事长李保芳下厂调研时强调，**2020 年秉承“计划不变，任务不减，指标不调，员工收入不降”目标**；2 月 11 日，在集团疫情防控、复工复产动员部署会上，党委再次提出“四不”基调；两会期间，董事长高卫东表示，茅台在**确保全年目标任务“不降不减”，能快则快，把全年任务完成得更多更好一些**；6 月 10 日，高卫东在股东大会上表示茅台有信心把疫情影响降到最低，对经济大环境、白酒行业发展、茅台的发展能力充满信心，继续按照 “四不”目标要求落实各项工作。在疫情对经济冲击最大的时候，茅台领导层始终坚持按既定目标完成全年任务，对企业发展充满信心，向市场释放积极信号。

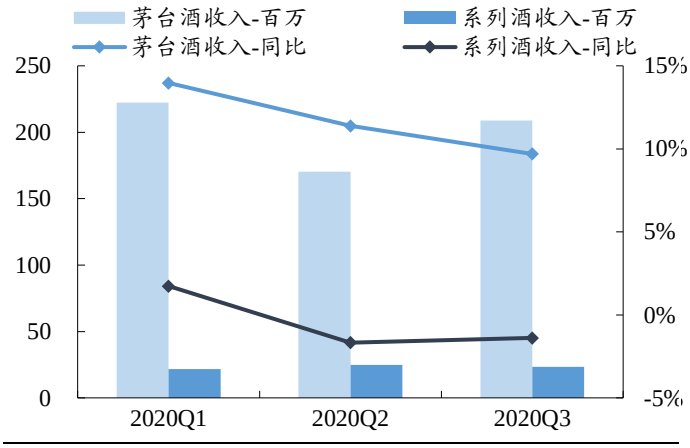
全年收入、利润预计增长 10%左右，符合年初目标。12 月 31 日，公司发布 2020 年生产经营情况的公告，经初步核算，2020 年生产茅台酒基酒约 5 万吨，系列酒基酒约 2.5 万吨，与 2019 年基本持平（2019 年公司生产茅台酒/系列酒基酒 4.99 万/2.51 万吨）。2020 年度预计实现营业总收入 977 亿元左右，同比增长 10%左右，实现归母净利润 455 亿元左右，同比增长 10%左右，符合公司年初 10%的增长目标。公告中同时指出，2020 年全资子公司贵州茅台酱香酒营销公司预计实现营收 94 亿左右（含税销售额 106 亿左右），与 2019 年基本持平（2019 年系列酒销售收入 95.42 亿），虽增量有限，但系列酒的批价出现明显上涨，市场认可度提升，对酱酒行业的发展做出了贡献。

图 15：茅台 2020 年各季度业绩均保持正增长



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：2020 年系列酒贡献边际增量



数据来源：Wind，信达证券研发中心

2.1 公司换帅年轻化，肩负社会责任政治任务

高卫东上任集团董事长，企业管理层年轻化调整。3 月 3 日，贵州省省委省政府任命高卫东为茅台集团党委书记，次日经董事会确认，高卫东任集团董事长。此外，涂华彬、王晓维出任股份公司副总经理，人事调整涉及股份公司、习酒公司、销售公司等集团子公司。李保芳书记曾多次强调，茅台各层级干部都要不断迈向年轻化，此次人事调整后，年仅 48 岁的高卫东董事长与股份公司四位副总经理均为 70 后，新任领导班子呈现年轻化特点。

表 1：2020 年管理层呈年轻化变动

人员	年龄	职位	上任日期	工作经验
高卫东	48	董事长	2020.3.20	1993 年 7 月参加工作，研究生学历，项目管理硕士，长期在政府职能部门担任“一把手”，28 岁上任贵阳市小河区的副区长，历任贵阳市副市长、贵州省交通运输厅厅长。
李静仁	54	代总经理	2019.7.2	研究生学历，曾任贵州省水库和生态移民局党组成员，总会计师，贵州省水库和生态移民局党组成员，副局长，贵州茅台酒股份有限公司第二届董事会董事。
钟正强	49	副总经理	2015.7.13	本科学历，助理工程师，历任贵州茅台酒股份有限公司制酒三车间副主任、生产管理部副主任、制酒十三车间筹备组组长、制酒十三车间副主任(主持工作)兼党支部副书记、制酒十三车间主任兼党支部副书记、总经理助理兼生产管理部主任。
刘刚	50	副总经理、财务总监	2019.7.2	1992 年 7 月参加工作，高级经济师，上任前一直在银行系统工作，曾任中国建设银行安顺市分行行长、贵州银行行长助理，拥有 20 余年财务管理经验。
涂华彬	45	副总经理	2020.2.27	硕士研究生学历，酿造工程师，曾任贵州茅台酒股份有限公司总经理助理，生产管理部主任，新车间筹备组组长，生产党支部书记，茅台集团总经理助理，习酒公司党委副书记，董事，副董事长，总经理。
王晓维	49	副总经理	2020.2.27	曾任贵州茅台酒股份有限公司制酒四车间党支部副书记、副主任，制酒二十三车间党支部书记、副主任，制酒二十五车间党支部书记、副主任。

资料来源：Wind，信达证券研发中心

贵州省财政资金紧张，茅台肩负更大的社会责任。2019 年 12 月末，茅台集团将持有的股份公司 4%股权划转至省财政厅下属的贵州省国有资本运营公司。2020 年，贵州省以 77.6%的负债率位列全国第一，且是贵州脱贫攻坚的决胜之年，“必须如期实现，没有任何退路和弹性”。作为国资企业、贵州省经济发展的领头羊，茅台自然需要肩负起地区发展的社会责任。9 月，茅台拟发行 150 亿债券拟用于对贵州高速公路集团的股权收购、偿还有息债务、补充流动资金需求等；12 月末，茅台集团再次向贵州省国有资本运营公司划转 4%的股份公司股权。12 月 8 日，《人民日报》在头版刊发《坚持高质量发展，展现不平凡实力中国品牌成色更足》一文，点赞茅台集团社会责任担当。在此背景下，新领导层率领茅台集团为贵州省做更大贡献是合理预期。

2.2 坚持质量为本，走高质量发展道路

2.2.1 定高质量发展基调

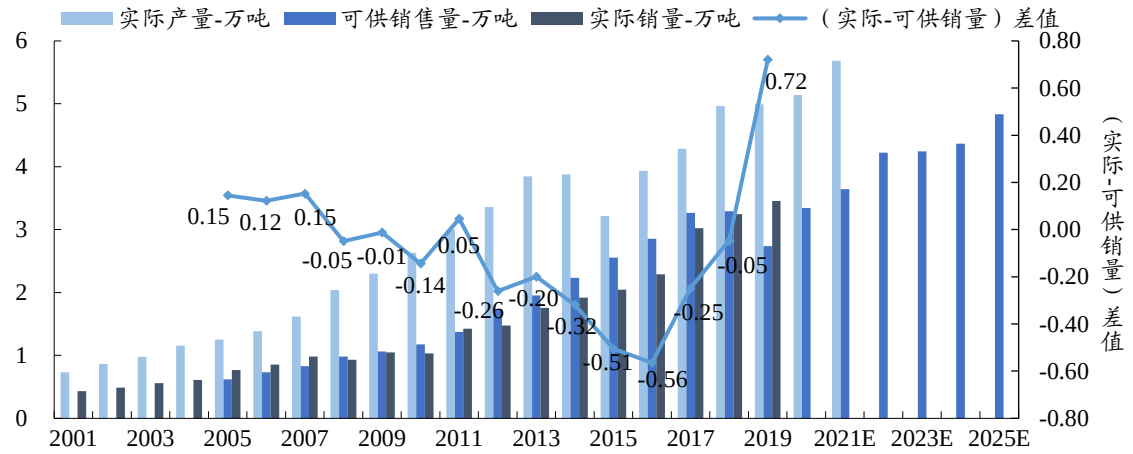
省领导与董事长多次强调高质量发展，为“十四五”规划定下基调。高卫东董事长履新的第一步是调研，而且是围绕质量体系的调研。对于质量，他曾表示：“无论外部环境如何变化，茅台将始终坚持质量为本，一丝不苟地做好这瓶酒，矢志努力为消费者提供最放心的产品。”3 月上旬，高卫东曾到茅台酒扩建技改项目、茅台制曲一车间、包装车间等地调研。3 月 30 日的三轮次产酒和 5 月 9 日的四轮次产酒，高卫东等集团高层都在产酒首日的清晨准时走进车间班组尝新酒、问生产、慰员工。4 月，贵州省领导对茅台经营深入调研，定出“十字要求”，针对“发展方式还是比较粗放、发展质量还不够高”提出“高质量发展、大踏步前行”的工作基调。6 月，在茅台集团股东大会上，董事长再次强调高质量发展，把“十四五”规划谋篇布局得更加完善。12 月底，茅台经销商联谊大会召开，高卫东表示，2021 年茅台将围绕“力争将茅台打造成省内首家世界 500 强企业”战略目标，坚持守牢“质量、安全、生态”三条生命线，开启高质量发展新征程。

以“三找”促“三转”成“三实”，自我纠察清醒面对发展形势。4 月 24 日，茅台集团召开“找问题、找措施、找目标”大讨论活动总结会，会议强调，越是茅台发展形势向好，越是需要保持清醒、保持定力，越是需要发现问题、正视问题、解决问题。要坚持“三找”，不断提升企业治理体系和治理能力现代化水平，推动茅台高质量发展，大踏步前进。深化运用“三找”成果，深挖思想根源，反思工作不足，补齐发展短板，以“三找”促“三转”（思想转变、作风转变、工作转变），形成补短板、强弱项、促发展的一致性、一贯性、一体性氛围、机制和成果。全面抓好“三找”整改，关键要出实招、求实效、见实绩，通过高位统筹、协同推进的方式，把工作抓得更紧更实更细、更具体更深入更有效。**一个优秀的企业，一定是勇于自我批判、善于自我检视的企业，在茅台高质量发展、大踏步前进的道路上，一定不能盲目和膨胀，要始终把忧患意识、风险意识、危机意识贯穿于生产、发展的全过程。**

2.2.2 技改项目投产扩张产能

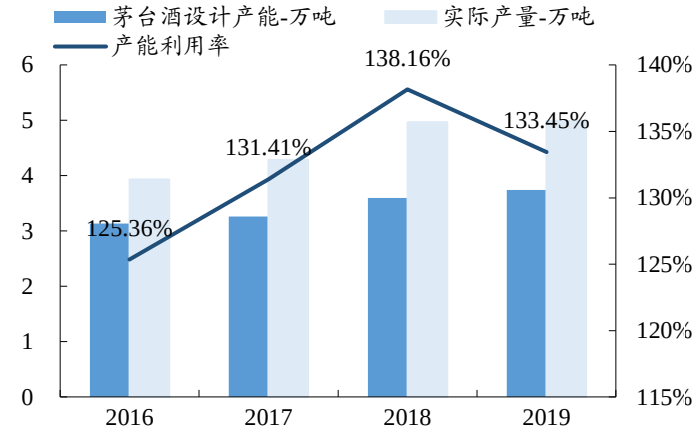
18 栋茅台酒制酒生产房投产，预计实现 5.6 万吨产能规划。截至 2019 年底，茅台酒基酒计划产能 3.85 万吨，实际产量 4.99 万吨。9 月 11 日，“十三五”茅台酒技改工程项目的 18 栋茅台酒制酒生产房试投产，预计每年实际新增茅台酒产能 5200 吨，总产能达 4.37 万吨，参考 2016-2019 年，茅台酒产能利用率约为 1.3 倍，实际产量将达到 5.68 万吨，茅台官方宣布的 5.6 万吨产量相匹配。根据酱酒生产周期，2025 年茅台酒预计实现约 5.6 万吨产量。茅台前董事长季克良在《告诉你一个真实的茅台陈年酒》中介绍过“每年出厂的茅台酒，只占五年前生产酒的 75%左右。剩下的 25%左右，有的在陈放过程中挥发一些，有的留作以后勾酒用。”按照 75%的基酒勾兑老酒 10%左右的调酒比例，茅台理论可售数量为 5 年前基酒产量的 85%左右。由此预计 2025 年之后，茅台酒每年的可供销量约为 4.8 万吨（实际销量以企业的经营节奏为准）。

图 17：茅台酒 2025 年可供销量约 4.8 万吨



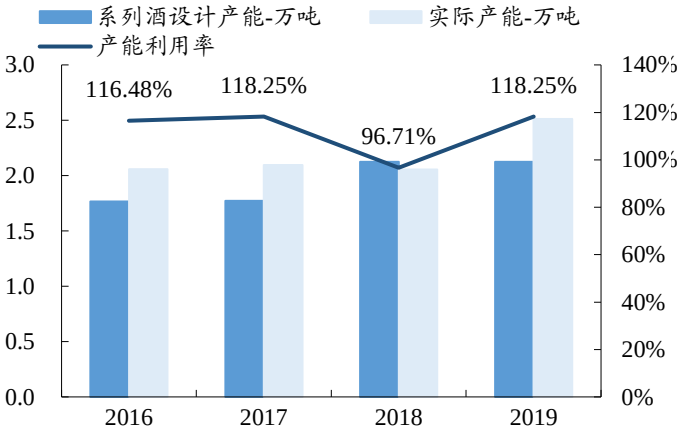
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 18：茅台酒产能利用率约为 1.3



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 19：系列酒产能利用率约为 1.15



数据来源：Wind，信达证券研发中心

3 万吨系列酒技改项目开启，预计与茅台酒实现 1:1 等产。截至 2019 年底，系列酒基酒计划产能 2.12 万吨，实际产量 2.51 万吨。10 月 30 日，茅台对新建成的酱香系列酒 12 栋制酒新厂房进行试生产，将增加 4300 吨的产能，正式揭开 3 万吨酱香系列酒技改项目投产序幕，推进茅台酒与酱香系列酒双轮驱动的战略目标。参考 2016-2019 年，系列酒的产能利用率约为 1.15，到 2022 年，3 万吨酱香系列酒技改及配套设施完工后，系列酒计划产能预计达到 5.12 万吨，产量约 5.89 万吨，与茅台官方宣布的“系列酒与茅台酒 1:1 的关系”相匹配。

2.2.3 数字化转型发展

5 年“智慧茅台”建设，让数据成为茅台高质量发展的“引擎”。4 月，茅台集团与华为签署战略合作协议，推动白酒行业数字化转型发展。8 月 28 日，茅台集团召开“智慧茅台”建设启动会，使之正式从顶层设计进入实操阶段。高卫东董事长表示，“这个是我们的第三动力极，将推动企业突破产能扩张限制，为我们千亿之后的茅台发展提供更新、更强的动能和空间”。在启动会上，公司发布了“智慧茅台”建设五年行动计划 1、3、5 目标：用一年半的时间（到 2021 年末），完成信息化基础设施建设，实现骨干业务系统信息化，主要业务数据收集、打通，基本具备数据收集、分析能力，达到接近 2.0 主要工具水平；用三年的时间（到 2023 年底），深化全产业链各业务域信息化建设，实现全业务域协同运行和数据

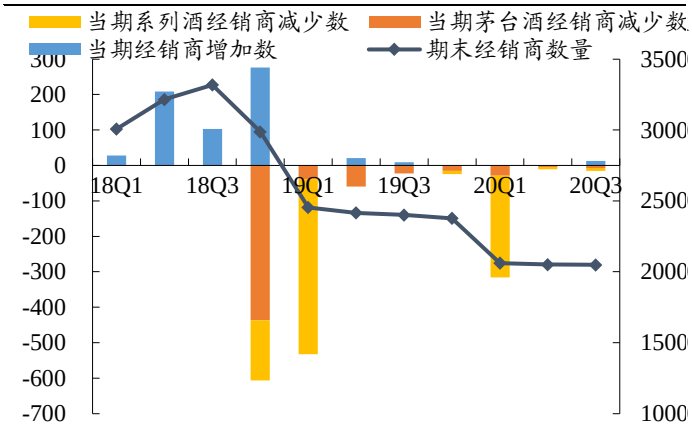
打通，具备初步数据治理能力，达到 3.0 数据收集分析水平；用 5 年的时间（到 2025 年底），建成五个智能运营中心组成的“茅台大脑”，实现数据共享、共治，基本形成上下游协同的数字化生态，基本达到 4.0 数据治理共享水平。其中，“智慧茅台”建设第一阶段的工作任务被称为“2+4”工程，“2”是茅台云和茅台大数据，形成数据传输、存储、治理能力，“4”是营销及终端，产供销协同，酒库安消一体化，资产管理等重点问题进行信息化建设和业务赋能。

2.3 释放新营销体系能效，探索文化体验创新模式

2.3.1 “稳”字当头协同发展

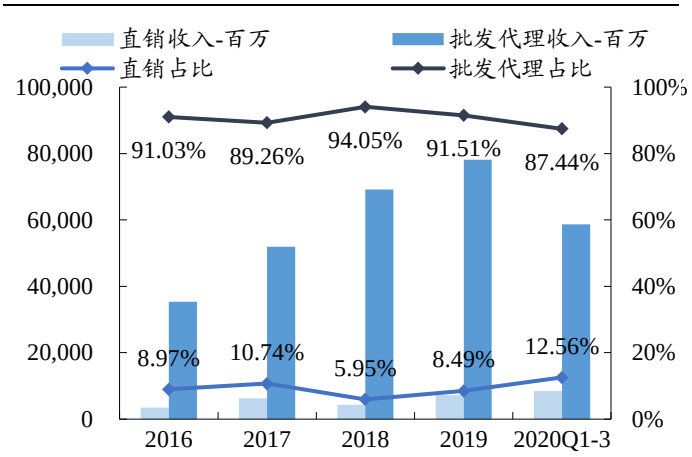
经销商深度调整基本到位，直销比例提升。长期以来，茅台的销售渠道以批发代理为主，收入占比 95%左右。社会经销商渠道拥有长期稳定且高额的渠道价差，引发了系列腐败案，2018 年下半年起，茅台开始推动社会经销渠道整顿。其中，茅台酒经销商基本调整到位，2019 年股东大会披露，共计收回 6000 吨茅台酒配额，重新分配到自营渠道、商超渠道、电商渠道及集团销售公司。截至 2020 年三季度，公司直销收入占比提升至 12.56%，较 2019 年提升 4.07pct，提升幅度明显。

图 20：社会经销商渠道深度调整基本到位



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 21：2020 年直销收入占比明显提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

增加商超、电商渠道放量，释放稳市控价信号。继 2019 年开始的首批商超及电商招商，2020 年上半年，茅台陆续在全国多个省份开拓商超渠道，1 月签约 19 家区域 KA 卖场，配额量超 800 吨；6 月新签 22 家渠道商，包括 16 家 KA 卖场、4 家酒类垂直电商和 2 家烟草零售连锁，再度释放超 2000 吨配额。截止 2020 年底，茅台已和 68 家直销渠道商合作，包括电商、商超卖场、国资企业、烟草连锁等领域的优质企业，渠道扁平化建设取得初步成效。双十一期间，天猫超市向市场投放 8 万瓶茅台，苏宁超市推出 35 吨茅台。12 月，各大电商继续加码，天猫超市计划投放 40 万瓶，京东超市投放超 60 万瓶，苏宁易购投放 50 万瓶，家乐福投放超 29 万瓶，顺丰优选放量 1 万瓶，网易严选加量 1.5 万瓶，金鹰国际投放 10 万瓶，华润万家投放 14 万瓶，合计投放超 200 万瓶，投放配额超 900 吨。早在 11 月中旬的直销渠道商座谈会上，茅台就计划四季度投放 4160 吨茅台酒（包括自营、商超、电商、集团等）。四季度末的大量放货，增加市场上茅台的供应量，试图稳定终端市场价格，缓解因长期终端价格居高不下及缺货造成的舆论紧张。12 月 21 日，在全国经销商联谊会上，高卫东董事长表示，将不断深化营销体制改革，坚持夯实社会渠道基础，加快推进自营、商超渠道电商渠道建设；推动商超电商渠道成为精准销售、稳市稳价、平衡供需的重要组成部分，形成与社会渠道、自营体系相辅相成、协同发展的良好局面。

2.3.2 激发营销系统活力

培养“尖刀”营销团队。营销系统作为茅台的“尖刀连”“攻坚队”，“经销商”和“营销员”长期奋斗在市场一线，是茅台高质量发展的中坚力量。茅台聚力打造本领过硬队伍，通过“文化茅台，真知酌鉴”贵州茅台酒销售有限公司品鉴讲师选拔大赛，以赛带训培养茅台酒品鉴人才；借助读书会、演讲比赛、宣讲大赛等形式，致力于文化、服务双提升和体验、品鉴双驱动。同时，坚持营销系统以“正确用人导向”激活动力，以“奖惩分明”激昂干劲。

构建厂商命运共同体。在 2020 年度贵州茅台酱香系列酒全国经销商联谊会上，茅台酱香酒公司将今年签订合同的甲乙双方互换，经销商第一次成为甲方，显示出茅台对经销商合作伙伴的诚意。此举将助力茅台打造经销商沟通协作的新型合作模式，助力茅台组建出一支有创意、敢打拼、能干事的营销队伍。

2.3.3 探索文化体验营销，推升品牌建设

文化营销创新支撑业绩稳定增长。无论是“世济其美 相伴以久”的营销，还是开启“云端约酒”“远程品鉴”等新尝试，茅台正积极推动市场创新、服务创新，进一步提升市场工作能力和服务水平，继续采取微信、电话预约、人脸识别等销售方式，不断完善会员服务体系，实施动态分类管理，采取有效措施，培养客户品牌忠诚度。

多地系列酒文化体验中心落成，推升品牌建设。2020 年，茅台酱香系列酒体验中心在多地相继开业，遍布全国十余省份。根据规划，酱香酒公司将陆续在全国开设 150 多家茅台酱香酒体验中心，继续夯实培育酱香消费群体要务。通过开设体验中心，拓展新销售渠道，并与现有销售渠道形成互补，构建茅台酱香系列酒以“产品展示、文化宣传、品鉴体验”于一体的终端营销模式。通过茅台酱香酒文化知识宣传，帮助消费者全面系统了解茅台酱香型白酒品牌文化和产品特征，不断构筑品牌护城河。

图 22：陕西省首家系列酒体验中心室内布局



数据来源：糖酒快讯，信达证券研发中心

3. 结论：短期景气度影响弱化，茅台仍具有长期投资价值

3.1 短期景气度对市场的影响在弱化

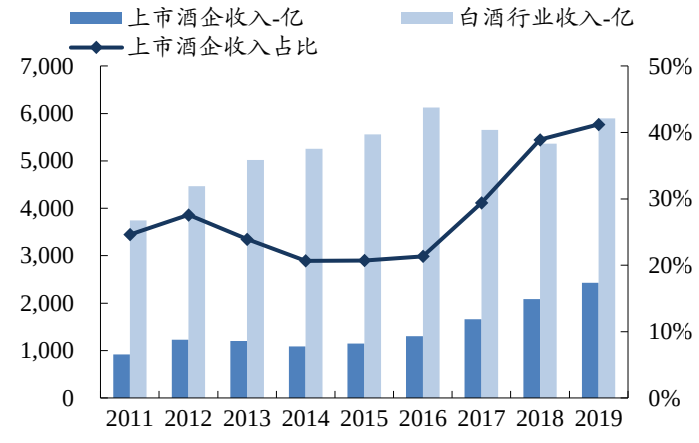
国内外两次疫情冲击均是暂时影响，市场恢复能力强。2 月国内疫情爆发，对资本市场的冲击仅持续一天；3 月国外疫情爆发，在经济全球一体化的背景下，外围恐慌情绪影响到国内资本市场是必然的，但这一恐慌情绪并不持久，市场触底反弹迅速，随后开启一轮上涨行情。作为全国第二大经济体，中国的经济实力及长期稳定发展是有目共睹的，制度自信、文化自信同样也支撑着经济自信。短期疫情的波动更加凸显茅台的竞争优势，头部企业发展的持续性和确定性更加被机构投资者看重。

3.2 白酒行业头部集中的发展趋势明确

中国白酒文化支撑白酒消费趋势的持续性强。虽然近年来，消费者向“少喝酒，喝好酒”的消费习惯转变，全国白酒的产销量在不断减少，年轻一代的白酒消费者减少，但中国白酒文化具有千年历史，悠久的文化底蕴支撑着当下的白酒消费场景的转变，消费者的日常普通饮酒需求在减少，更多的白酒消费需求体现在人情交往中。中国人的人情世故是含蓄的、腼腆的，白酒作为酒桌上的情感载体，促进人与人之间的沟通交流。随着国民收入的不断攀升，中国人的消费水平也在提升，与好酒的价格提升相互促进，支撑着白酒消费升级趋势。

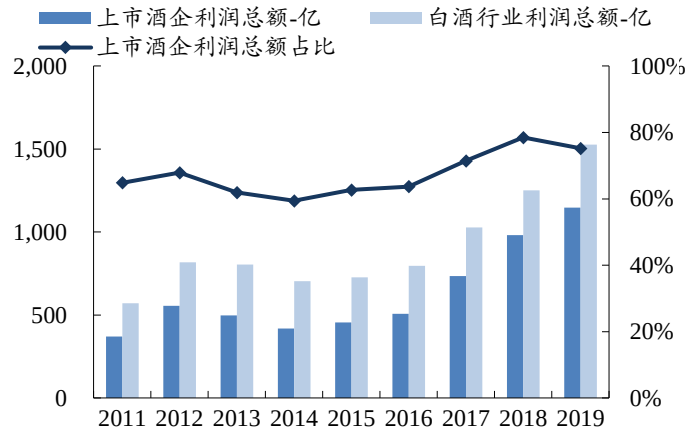
需求端促进供给端分化，行业集中度上移。面对消费需求端的变化，白酒行业供给端的结构调整是必然趋势。白酒行业虽没有生产壁垒，但存在品牌壁垒，历史沉淀在品牌的成就中必不可少。品牌护城河铸就酒企的竞争优势，行业格局趋向稳定。近年来，19 家白酒上市公司的收入、利润总额在全行业的占比不断提升，市场份额向规模化酒企集中。同时，一线酒企（茅五泸洋）在上市酒企中的市场份额也在持续提升，2019 年收入占比达 72%，利润总额占比达 86%。此次疫情加速了行业分化，区域龙头的份额占比也在进一步攀升，行业结构性繁荣趋势不变。

图 23：上市酒企收入占比持续提升



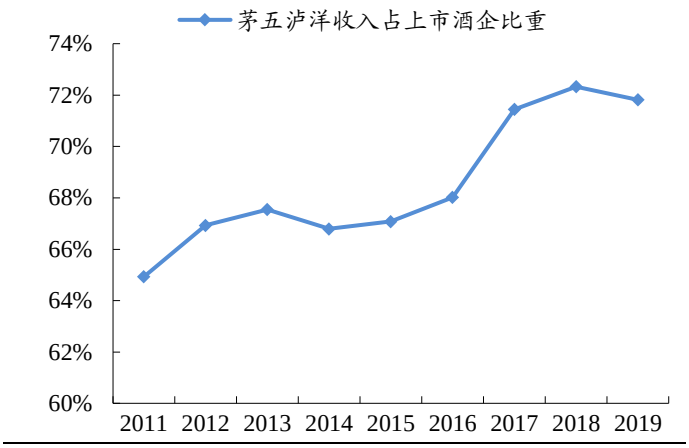
数据来源：Wind，中国酒业协会，信达证券研发中心

图 24：上市酒企利润总额占比大



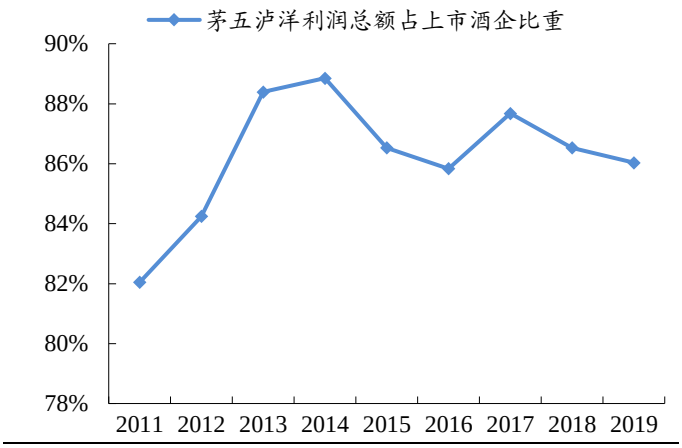
数据来源：Wind，中国酒业协会，信达证券研发中心

图 25：一线酒企的收入比重持续提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 26：一线酒企的利润总额占比提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

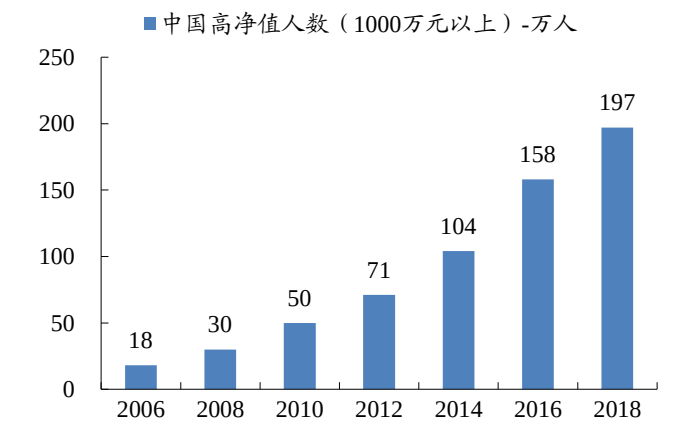
白酒储存没有保质期限制，抗风险能力强。即使遇到短期消费需求不足的影响，酒企新生产的基酒库存也可转化为老酒库存，产销节奏容易控制。不同于其他白酒，茅台拥有极强的收藏属性，而这种收藏属性正是由时间转化来的，放置时间越长，酒香更醇厚，同时也催生出老酒市场的火热。白酒放不坏这一属性增强了产品的抗风险能力。

3.3 茅台仍具有长期投资价值

全球经济增速放缓的大背景下，资金更加偏好持续性、确定性的投资标的。当前市场的无风险利率水平（居民理财回报率）在3%以内，预期回报率的降低增强了市场对估值的容忍度。“房住不炒”的基调下，居民财富正在从地产转向权益资产。资本市场长期资金增多，资金成本降低，向优质资产的涌入会更加明显。

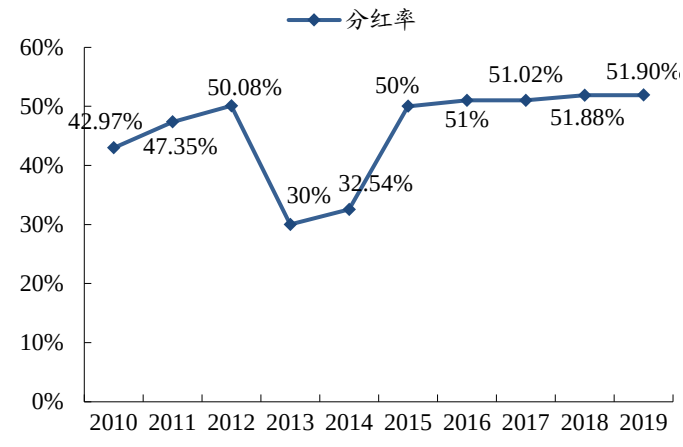
展望未来十年，茅台酒供需平稳，量价齐升逻辑稳定。宏观层面，茅台的消费主要是以固定资产投资为代表的商务消费和消费升级带来的居民消费。随着居民购买力的持续提升、高净值人群数量的增加，茅台的消费基础越来越牢固，需求将更加平稳。中观层面，白酒行业正在面临行业去产能和龙头酒企扩大市场份额的时期，每个价位带上，具有品牌优势和渠道优势的龙头酒企将在竞争中胜出。茅台品牌、渠道优势兼备，处在行业制高点，竞争优势会继续加强。微观层面，茅台仍具备量价齐升的逻辑，可供销量和出厂价均有提升空间。

图 27：中国高净值人群数量快速增长



数据来源：贝恩-招行《中国私人财富报告》，信达证券研发中心

图 28：茅台分红率稳定在 50%左右



数据来源：Wind，信达证券研发中心

茅台仍具有长期的投资价值。根据 DCF 模型，我们预计未来十年，茅台酒出厂价有翻番的空间，销量逐步提升至 4.8 万吨（5.6 万吨×85%）；系列酒价格提升 70%左右，实现与茅台酒 1:1 等销，给予茅台未来十年 13-15%的业绩年化增长率。在全球经济增速放缓的大背景下，2030 年后我们给予茅台业绩 3%的永续增长率，在 7%预期收益率下得到的每股折现价值为 2225.43 元。由于 DCF 模型偏理论，且茅台并未将每年的全部自由现金流作为股利发放，分红率稳定在 50%左右，因此我们的 DCF 估值与理论估值相比偏高。倒推可知，茅台当前的市场价值与理论估值基本吻合。

表 2：DCF 估值假设

估值核心因素	假设
基准日前	2021 年 1 月
茅台酒吨价	至 2030 年翻一倍（年化增速 7.2%）
茅台酒销量	至 2030 年逐步提至 4.8 万吨
系列酒吨价	至 2030 年提高 70%
系列酒销量	至 2030 年逐步提至 4.8 万吨
销售管理费用收入占比	10%
业绩年化复合增长率	13-15%
WACC 贴现率	7%
2029 年后 TV（永续）增长率	3%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

4. 盈利预测和评级

4.1 盈利预测及假设

收入预测：我们预计茅台 2020-2022 年的收入将分别达到 971.97 亿元、1131.15 亿元和 1311.45 亿元，分别同比增长 9.4%、16.4%和 15.9%。

表 3：公司收入预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
酒类收入	收入-百万元	73565	85344	93160	108586	125936
	YOY	26.5%	16.0%	9.2%	16.4%	16.0%
	毛利率	91.3%	91.4%	91.7%	92.6%	92.8%
茅台酒	收入-百万元	65487	75802	84353	99283	115764
	YOY	25.0%	15.8%	10.2%	17.2%	16.6%
	毛利率	93.7%	93.8%	93.9%	94.7%	94.8%
系列酒	收入-百万元	8077	9542	9618	10402	11141
	YOY	39.9%	18.1%	0.8%	10.3%	10.3%
	毛利率	71.1%	72.2%	72.7%	73.2%	73.7%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率预测：我们预计茅台 2020-2022 年的毛利率将分别达到 92.0%、92.8%和 93.0%，分别同比上升 0.7pct、0.8pct 和 0.2pct。

费用率预测：我们预计茅台 2020-2022 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 10.5%、10.3%和 10.0%，基本保持平稳态势。

4.2 投资评级

图 29：茅台历史动态 PE



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 4：可比公司盈利及估值对比

2021/01/26	总市值（亿元）	EPS			CAGR	PE			PEG	PS		
		19A	20E	21E	2019-21	19A	20E	21E		19A	20E	21E
五粮液	11,869	4.48	5.19	6.27	18.3%	68.21	58.89	48.74	2.66	23.68	20.78	17.76
泸州老窖	3,857	3.17	3.97	4.84	23.6%	83.08	66.30	54.39	2.31	24.38	23.19	19.50

山西汾酒	3,203	2.22	3.23	4.15	36.6%	165.22	113.93	88.55	2.42	26.96	23.05	18.91
洋河股份	3,300	4.90	5.04	5.74	8.2%	44.70	43.46	38.17	4.64	14.27	14.89	13.29
今世缘	739	1.16	1.25	1.56	15.8%	50.67	47.20	37.79	2.39	15.16	14.20	11.52
古井贡酒	1,249	4.17	4.20	5.33	13.2%	59.56	59.06	46.50	3.53	11.99	11.45	9.55
酒鬼酒	603	0.92	1.42	2.02	47.9%	201.49	130.89	92.16	1.93	39.91	33.44	23.83
ST 舍得	249	1.51	1.56	1.94	13.3%	48.95	47.43	38.15	2.87	9.38	9.22	7.74
平均					**22.1%**	**90.24**	**70.90**	**55.56**	**2.84**	**20.72**	**18.78**	**15.26**
贵州茅台	**26,906**	**32.80**	**36.37**	**42.78**	**14.2%**	**65.30**	**58.90**	**50.07**	**3.53**	**30.28**	**27.68**	**23.79**

数据来源：Wind，信达证券研发中心

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 36.37、42.78 和 50.00 元，对应 2021 年 1 月 22 日收盘价（2079.95 元/股）市盈率 59/50/43 倍，首次给予“买入”评级。

5. 风险提示

批价上涨过快导致政治舆论风险，社会库存累计的风险

1.原箱批价突破 3000 元，或将引发社会舆论压力和白酒政策趋严的风险。

2.茅台酒价格高位将引致茅台酒社会库存不断积累，茅台酒被购买后并没有真正被消费掉，将透支一部分未来茅台酒的需求，当茅台酒价格出现反向下跌时，社会库存将助推价格快速下跌。

冬季疫情复发加重

一月以来河北省、东三省新冠疫情加重，全国多地倡导“就地过年”、减少人员聚集，春节消费场景或受影响。

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	137,862	159,024	184,599	217,715	256,863
货币资金	112,075	13,252	37,019	68,658	103,822
应收票据	564	1,463	1,598	1,859	2,156
应收账款	0	0	0	0	0
预付账款	1,182	1,549	1,328	1,382	1,552
存货	23,507	25,285	27,176	28,292	31,755
其他	534	117,475	117,479	117,523	117,578
非流动资产	21,985	24,018	23,098	23,278	23,458
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	15,249	15,144	15,044	14,944	14,844
无形资产	3,499	4,728	4,718	4,708	4,698
其他	3,237	4,146	3,336	3,626	3,916
资产总计	159,847	183,042	207,697	240,993	280,320
流动负债	42,438	41,093	40,994	44,886	49,899
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	1,178	1,514	1,498	1,559	1,750
其他	41,260	39,580	39,496	43,326	48,148
非流动负债	0	73	73	73	73
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	73	73	73	73
负债合计	42,438	41,166	41,067	44,958	49,971
少数股东权益	4,570	5,866	8,782	12,517	16,884
归属母公司股东权益	112,839	136,010	157,848	183,517	213,465
负债和股东权益	159,847	183,042	207,697	240,993	280,320

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	77,199	88,854	97,197	113,115	131,145
同比(%)	26.4%	15.1%	9.4%	16.4%	15.9%
归属母公司净利润	35,204	41,206	45,682	53,735	62,810
同比(%)	30.0%	17.1%	10.9%	17.6%	16.9%
毛利率(%)	91.4%	91.6%	92.0%	92.8%	93.0%
ROE%	31.2%	30.3%	28.9%	29.3%	29.4%
EPS (摊薄)(元)	28.02	32.80	36.37	42.78	50.00
P/E	21.05	36.06	58.90	50.07	42.84
P/B	6.57	10.93	17.05	14.66	12.60
EV/EBITDA	11.98	24.37	40.04	33.57	28.41

利润表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	77,199	88,854	97,197	113,115	131,145
营业成本	6,659	7,430	7,810	8,131	9,127
营业税金及附加	11,289	12,733	14,094	16,402	19,016
销售费用	2,572	3,279	3,402	3,959	4,459
管理费用	5,326	6,168	6,804	7,692	8,656
研发费用	22	49	49	57	66
财务费用	-4	7	0	0	0
减值损失合计	1	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	7	-146	19	23	26
营业利润	51,343	59,041	65,058	76,898	89,848
营业外收支	-515	-259	-261	-271	-281
利润总额	50,828	58,783	64,797	76,6	89,568
所得税	12,998	14,813	16,199	19,157	22,392
净利润	37,830	43,970	48,598	57,470	67,176
少数股东损益	2,626	2,764	2,916	3,736	4,366
归属母公司净利润	35,204	41,206	45,682	53,735	62,810
EBITDA	52,507	60,439	66,268	78,105	91,052
EPS (当年)(元)	28.02	32.80	36.37	42.78	50.00

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	41,385	45,211	48,182	61,386	69,715
净利润	37,830	43,970	48,598	57,470	67,176
折旧摊销	1,175	1,243	1,230	1,230	1,230
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	2,025	32	-1,907	2,415	1,028
其它	356	-35	261	271	281
投资活动现金流	-1,629	-3,166	-571	-1,681	-1,691
资本支出	-1,607	-3,149	-581	-1,691	-1,701
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-22	-17	10	10	10
筹资活动现金流	-16,441	-19,284	-23,844	-28,067	-32,861
吸收投资	0	833	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-16,441	-20,117	-23,844	-28,067	-32,861
现金流净增加额	23,315	22,761	23,767	31,639	35,163

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020 年 11 月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc. com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20%以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。