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）

2020 年 12 月 22 日

十三五圆满收官，十四五开启高质量发展新征程

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：

根据茅台时空报道，继 12·12 习酒和 12·16 茅台酱香酒“两大经销商年会”后，12 月 21 日，贵州茅台酒 2020 年度全国经销商联谊会在茅台总部举行。

国信食品饮料观点：1）2020 年公司顺利完成“十三五”规划目标，夺取疫情防控和企业发展的双胜利；2）当前工作重点为控价稳市常态化以及确保一季度开门红，在渠道低库存以及供需两旺的背景下有望顺利实现；3）2020 年为茅台基础建设年，也是十三五收官之年，公司整体发展较为稳健，2021 年开始公司步入十四五发展的新时期，在继续深化渠道体系改革以及产品结构调整等的基础上，将实现高质量发展大踏步前进。4）投资建议：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，高业绩确定性同时将享受估值溢价。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 50/42/36X，维持“买入”评级。

评论：

■ 2020 年茅台夺取疫情防控和企业发展的双胜利，圆满完成“十三五”收官

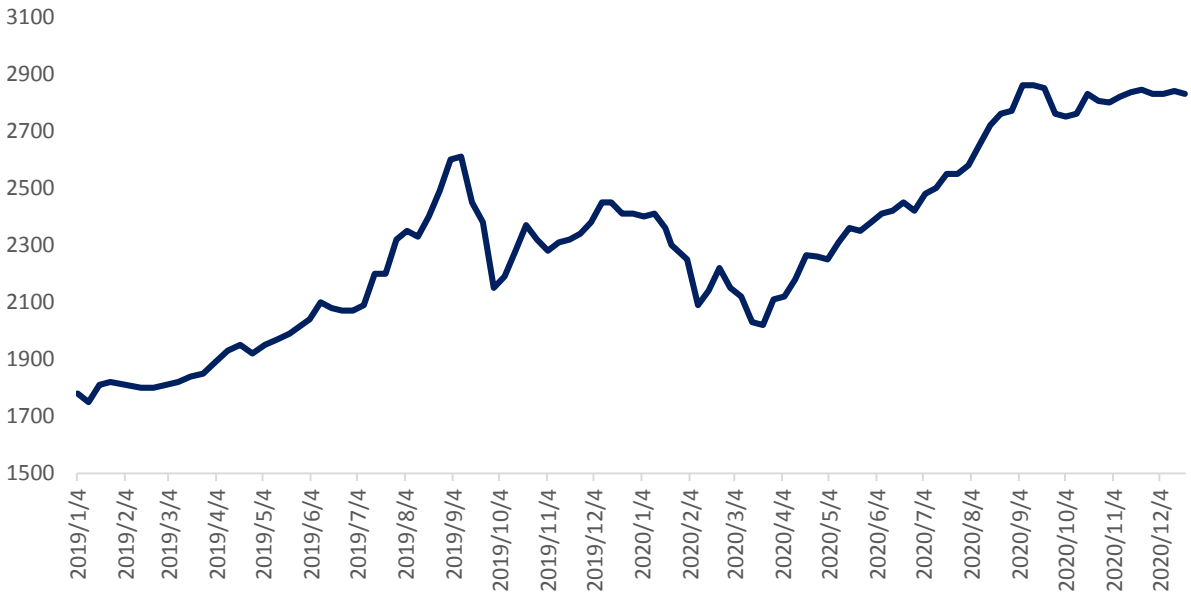
在今年新冠疫情爆发的非常形势下，茅台按照省委、省政府统筹疫情防控和经济社会发展安排部署，坚持有力抓好疫情防控，确保了在 2 月 13 日顺利复工复产，实现茅台酒全年产量突破 5 万吨。同时也有效做好保供稳市，经营业绩实现逆势上扬，答好了市场工作“满意卷”，顺利助推集团公司圆满完成十三五规划收官。2020 年公司的主要收获集中在四个方面：一是市场布局更具层次，非均衡集中投放，增设自营网点，拓展终端消费渠道等，推动市场稳、价格稳；二是营销服务更有温度；三是改革发展更富成效，优化完善体制机制，清理违法违规违纪经销商，有序推进联营公司的清理清退；同时，严格落实整改要求，全面排查清理专供、特供、定制产品，推动茅台品牌从管住向管好转变；四是同心同德更显担当，打造出“百年老店传承人”“茅粉节”等文化品牌，引领经销商自觉内养外化，宣贯和践行茅台文化理念。

■ 控价稳市常态化，当前重点确保一季度实现“开门红”

此次经销商联谊会上，茅台集团董事长高卫东还特别强调了当前的重点工作：一是控价稳市工作常态化；二是做好元旦、春节的销售工作，精准服务好消费者，确保一季度“开门红”。2020 年茅台销售受疫情影响较小，终端需求旺盛，批价在 2-3 月份触底后连续上行，当前批价稳定在 2800 元以上，短期内仍处于供不应求的状态。同时，根据渠道调研反馈当前经销商库存普遍在半个月的水平，2020 年配额大部分地区均已发完，部分地区开始打款 2021 年计划。12 月份以来逐步

进入元旦春节备货期，终端需求旺盛，同时公司此前也加大茅台供给，四季度在直销渠道计划销售 4160 吨飞天茅台酒。我们认为，在当前渠道库存低位，终端消费逐步向好，茅台酒供需两旺的背景下，公司一季度开门红有望顺利实现。

图 1：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

■ 2021 年站上“十四五”的新起点，开启高质量发展新征程

2021 年是“十四五”规划的开局之年，公司将围绕“力争将茅台打造成省内首家世界 500 强企业”战略目标，坚持把高质量发展要求贯彻生产管理、市场营销全过程。作为“十四五”的开局年，高卫东也对 2021 年茅台酒营销工作提出了新的要求：要坚定不移保稳定促发展，以基础稳、品质稳、政策稳，推动市场稳、价格稳、发展稳；要全力以赴统筹提质增效，主动迎合市场趋势，多渠道优势互补，充分发挥品牌效能，实现更高水平的供需动态平衡；要坚持文化和服务理念创新，搭建与大众沟通的桥梁，培育聚拢忠实粉丝，以获得更为广泛的价值认同。同时，在具体工作执行方面，2021 年公司将继续深化渠道体制改革，积极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，同时严肃整治和处理“高价、变相高价”等扰乱市场秩序的行为，加快反黄牛系统研发，强化联防联控；在投放方面因地施策、精准营销，调整优化生肖、精品、陈年等产品销售，不断支持总经销做强管理、做优品牌，确保茅台品牌始终保持强劲的市场引领能力。我们认为，2020 年为茅台基础建设年，也是十三五收官之年，公司整体发展较为稳健，2021 年开始公司步入十四五发展的新时期，在继续深化渠道体系改革以及产品结构调整等的基础上，将实现高质量发展大踏步前进。

■ 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，高业绩确定性同时将享受估值溢价。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 50/42/36X，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	49.6	42.4	36.4
P/B	17.0	14.5	12.3	10.5
EV/EBITDA	39.0	34.8	29.8	25.7

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

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《贵州茅台-600519-2020 三季报点评：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
《贵州茅台-600519-重大事件快评：计划量超预期，稳增长新活力》 ——2019-12-31

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 ±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 ±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，并向客户发布的行为。

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