太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-04-01

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

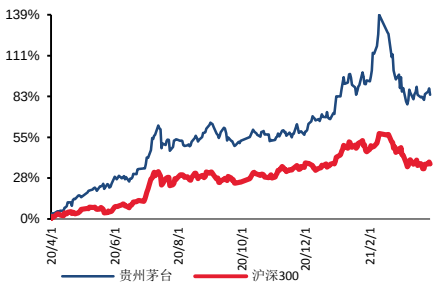
目标价：2500

昨收盘：2009.0

日常消费 食品、饮料与烟草

贵州茅台年报点评：直销渠道及产品结构双提升带动利润超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	2,523,701/2,523,701
12 个月最高/最低(元)	2601.00/1103.00

相关研究报告：

贵州茅台（600519）《贵州茅台经营数据点评：收入达成目标，十三五完美收官》--2021/01/04

贵州茅台（600519）《贵州茅台中报点评：短期减速不改长期逻辑，报表质量明显回升》--2020/07/28

贵州茅台（600519）《贵州茅台一季报点评：业绩略超预期，龙头抗风险能力凸显》--2020/04/28

证券分析师：黄付生
电话：010-88695133
E-MAIL：huangfs@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱
电话：010-88695135
E-MAIL：caixy@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517050002

事件：贵州茅台 2020 年全年实现营业总收入 979.93 亿元，同增 10.29%；除去利息收入外、营业收入 949.15 亿元，同增 11.10%；归母净利 466.97 亿元，同增 13.33%；扣非净利 470.16 亿元，同增 13.55%；EPS 为 37.17 元/股。单四季度营业总收入 284.18 亿元，同增 12.12%；营业收入 277.00 亿元，同增 13.08%；归母净利 128.70 亿元，同增 19.71%。收入符合此前预告，业绩超预期。分红方案每 10 股派发现金红利 192.93 元（含税），分红率 51.90%。

一、直销及结构提升显著推动茅台酒吨酒售价、带动利润超预期

2020 年茅台酒销量 34312.53 吨，同比-0.72%；销售收入 848.31 亿元，同比+11.91%；对应平均吨酒价格 247.23 万元/吨，同比增长 12.73%。在没有直接提高出厂价的情况下，吨酒价格的提升主要靠直销渠道占比提升和产品结构的升级。

全年看 2020 年直销渠道收入 132.40 亿，同增 65.65%，占比 13.96%，相比 2019 年提升 5.47pct；直销渠道销量 3932.09 吨，同比增加 1280 吨，对应平均吨酒价格 336.73 万元/吨、同比提高 63.38 万元/吨显示其结构大幅度的提升。直销渠道在收入占比、销量及吨酒价格上均有大幅度的提升。分季度看去年 Q1/Q2/Q3 直销收入占比分别为 7.95%/16.47%/14.12%，前三季度为 14.02%，而 Q4 直销收入占比为 19.47%，其大幅度提升带来四季度净利润增长超预期。

受海外疫情影响，2020 年海外销售收入 24.32 亿，同比-16.71%，占比 2.57%，相比略下降 0.85pct；海外销量 1526.56 吨，同比减少 270 吨，对应平均吨酒价格 159.33 万元/吨，相比 2019 年减少 3.22 万元/吨。2020 年集团销售茅台酒、系列酒关联交易达 54.09 亿，简单换算成普飞对应销量近 3 千吨。公司公告

公司同时披露 2021 年关联交易金额合计不超过 2020 年末净资产 5%的前提下，销售茅台酒、系列酒不超过 20 年的水平，管理规范、关联交易涉及酒类销售部分平稳可控。我们预计未来销量增量主要投放在直销和 KA 直供、电商渠道等类直营渠道，直销比例及平均吨酒价格将更上一个台阶。未来 5 年茅台酒量价齐升，继续对收入和利润的持续增

长形成强力支撑。

二、系列酒接近百亿，双轮驱动成效显著

2020 年酱香系列酒销量 29743.35 吨，同比-1.13%；销售收入 99.91 亿元，同比+4.7%；对应平均吨酒价格 33.59 万/吨，同比+5.9%。系列酒短期产能受限，2021 年预计销量继续保持 3 万吨同比持平，收入和利润提升主要依靠价格，包括部分产品提价和产品结构升级。当前，系列酒收入体量接近百亿，在国内白酒企业中可排进前 8；销售毛利率也已达到 70.14%，同比下降 2.06pct，盈利能力远超大部分中高端白酒产品。收入体量和吨价的持续提升，体现了消费者对酱香系列酒的认可。未来随着产能的增加和市场的拓展，双轮驱动的成效将更加显著。

三、表观毛利率持平因运费统计口径调整，报表经营质量健康

全年酒类销售毛利率 91.48%，其中茅台酒 93.99%，同比+0.21pct；系列酒 70.14%，同比-2.06pct。茅台酒平均吨酒价格提升 12.73%，但毛利率同比持平，主要是因为生产成本中直接人工、制造费用涨幅较大，同时新会计准则下运输费由销售费用调整至营业成本所致。费用方面，销售费用、管理费用、研发费用分别同比-22.30%、+10.08%、+3.51%，其费用比例为 2.60%、6.93%、0.05%。销售费用中的大头广告宣传及市场拓展费用同比下降 22.14%以及运输费统计口径调整带动销售费用率下降。综合下来净利润率 52.18%同比提升 0.71pct。单四季度毛利率 91.61%、净利率 49.36%，分别同增 0.77、2.18 个点。

经营及报表质量方面，销售商品、提供劳务收到的现金 1070.24 亿元，同比+12.68%，增速略高于营业收入。经营现金流净额 516.69 亿元，同增 14.29%。2020 年末合同负债+其他流动负债共 149.31 亿元，环比三季度末增加 43.71 亿元、同比去年年底(对应到预收账款)增加 11.91 亿元，继续显示强大渠道回款能力。

四、十四五规划开局之年，基础建设投资有望加快

2021 年是十四五开局之年，公司预计实现营业总收入较上年度增长 10.5%左右、继续给出相对稳健指引目标，预算完成基本建设投资 68.21 亿元。公司将继续稳步推进 3 万吨酱香系列酒技改项目，建好管好茅台酒用高粱种植基地，加强茅台酒用小麦采购管理，确保原料供给和质量。并且，公司计划投资不超过 4.6 亿元实施“十三五”中华片区酒库续建工程建设项目，所需资金由公司自筹解决，本项目规

划建设酒库 15 栋，设计总储酒能力 1.84 万吨。结合 2019 年工程项目变动数据来看，受到疫情影响，3 万吨酱香系列酒技改项目推进得比较慢，导致 2020 年系列酒基酒增长不足以满足发展需要。预计系列酒基酒产能的增加及生产链上下游的完善速度会加快，将为系列酒后续放量、发挥双轮驱动效果增强动力。

2021 年作为十四五开局之年，将立足更长远的目标。茅台酒扩产项目预计将在 21 年完工，56000 吨基酒产能锁定未来至少 4.5 万吨成品酒产量；系列酒 3+2 万吨产能的实现布局更大的成长空间。价格上无论是产品结构升级还是渠道调整，包括直接提高出厂价，已从趋势上打开空间，未来五年预计将保持两位数以上年均复合增长率。

盈利预测和评级：

今年非标产品（生肖、精品、总经销）提价幅度较大，预计贡献收入增速约 5%、贡献利润增速 7%-8%，为未来中长时间维度普飞提价打开空间。今年普飞经销商渠道常态化回收箱皮的操作旨在平稳消费者实际成交价格。预计今年量增小个位数，非标直接提价、产品结构升级及直销类渠道占比提升带动的吨价提升来主要助力收入目标的达成。公告显示销售公司将在重庆、深圳分别设立自营公司，也印证直销渠道的进一步提升。系列酒上 21 年通过自有产品提价、低端酒减产向更高产品结构转移、相应降低市场费用来带动收入和利润弹性。

我们略提高 2021-2022 年的盈利预测，新增 2023 年。**测算 2021-2023 年的收入增速分别为 15%、23%、13%，净利润增速分别为 20%、26%、15%，对应 EPS 分别为 44.61、56.21、64.64 元。**考虑到茅台行业龙头地位及中长期发展确定性，以及中长期来看、外资对于 A 股配置逐步提升的趋势，我们认为龙头估值溢价将长期存在。**茅台估值中长期看处于 40~45 倍均为合理，提高目标价至 2500 元，维持“买入”评级。**

风险提示：如果未来出厂价的提升或综合销售价格不及预期，则乐观情境下的盈利预测和 EPS 可能不达预期。

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	97993	112692	138611	156631
收入同比(%)	10.29%	15%	23%	13%
归属母公司净利润	46697	56037	70606	81197
净利润同比(%)	13.33%	20%	26%	15%
每股收益(元)	37.17	44.61	56.21	64.64
P/E	54.04	45.04	35.74	31.08

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。