贵州茅台(600519.SZ) BUY 买入

“十三五”稳健收官，新五年未来可期

结论与建议：

业绩概要：2020 年，公司实现营业总收入约 980 亿，同比增 10.3%，录得净利润 467 亿，同比增 13.3%，毛利率持平略增。4Q 实现营业总收入 284.2 亿，同比增 12%，录得净利润 128.7 亿，同比增 19.7%。2020 年目标顺利完成。

分红：每 10 股分现金股利 192.93 元

- 全年茅台酒实现收入 848.3 亿，同比增 11.9%，销量为 3.43 万吨，同比持平略降，受投放有限影响，吨酒价格上升 13%至 247.2 万元/吨，主要受益直销和商超投放比例提升，非标产品投放亦有增加。全年直销收入 132.4 亿，同比增 82.7%，收入占比提升 5.5pct 至 14%，渠道收入 815.8 亿，同比增 4.5%。4Q 来看，直销收入 48 亿，同比增 16%，渠道收入 228.7 亿，同比增 12.5%，4Q 自营、商超、电商等渠道茅台酒投放超 4000 吨，，亦使 4Q 业绩呈明显增长。系列酒收入约百亿，同比增 5%，其中销量同比下降 1.13%，吨价提升 6%，主要由于控量保价和产品结构调整。
- 受收入准则调整，报告期销售费用同比下降 22.3%，利息收入增加使财务费用同比减少，两项因素共同作用下，报告期费用率同比下降 1.36pct 至 10.7%。
- 从渠道来看，报告期末经销商总数达 2150 个，净减少 332 个，主要是公司对系列酒经销商进行清理，减少系列酒经销商 301 家。
- 2020 年公司生产茅台酒基酒 5.02 万吨，系列酒基酒 2.49 万吨，“十三五”期间茅台酒技改已全面完成并投产，新增茅台酒产能 4032 吨，为“十四五”发展打下坚实的产能基础。目前，仍在推进系列酒技改项目，将新增系列酒产能 4015 吨。
- 4Q 末合同负债余额 133.2 亿，同比持平略有下降，考虑今年春节较晚，4Q 末合同负债水平合理。2021 年公司预计全年营业总收入同比增 10.5%，近期市场传闻茅台非标产品及系列酒产品提价，由此来看，全年营收或将超额完成计划。集团“十四五”期间，收入复合增速 15%的目标，对应上市公司将同步稳健增长。展望 2021 年，对应年份基酒产量较充足，且预计直销渠道将持续加大投入，公司有望实现“十四五”开门红。
- 预计 2021-2022 年将分别实现净利润 541.5 亿和 623.9 亿，分别同比增 16%和 15.2%，EPS 分别为 43.11 元和 49.67 元，当前股价对应 PE 分别为 48 倍和 41 倍，予以“买入”投资建议。
- 风险提示：宏观经济波动，直销提升不及预期

……接续下页……

2021 年 03 月 31 日

顾向君
H70420@capitalcom.tw

目标价(元)	2436

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2021/3/30)	2056.05
上证指数(2021/3/30)	3456.68
股价 12 个月高/低	2627.88/1069.31
总发行股数(百万)	1256.20
A 股数(百万)	1256.20
A 市值(亿元)	25828.05
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司(54.00%)
每股净值(元)	128.42
股价/账面净值	16.01

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-0.1	2.9	94.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021-01-04	1998.00	区间操作
2020-10-26	1715.33	区间操作
2020-07-29	1670.00	买入
2020-04-28	1276.00	买入

产品组合

茅台酒	87%
系列酒	10%

机构投资者占流通 A 股比例

基金
一般法人

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	35204	41206	46697	54149	62390
同比增减	%	30.00	17.05	13.33	15.96	15.22
每股盈余 (EPS)	RMB 元	28.02	32.80	37.17	43.11	49.67
同比增减	%	29.96	17.06	13.32	15.97	15.22
市盈率(P/E)	X	73.38	62.68	55.31	47.70	41.40
股利 (DPS)	RMB 元	14.54	17.03	19.29	22.42	25.83
股息率 (Yield)	%	0.71	0.83	0.94	1.09	1.26

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进（Strong Buy）	潜在上涨空间≥ 35%
买进（Buy）	15%≤潜在上涨空间<35%
区间操作（Trading Buy）	5%≤潜在上涨空间<15%
中立（Neutral）	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
营业收入	77199	88854	97993	112364	127436
经营成本	6523	7430	8154	8988	9877
营业税金及附加	11289	12733	13887	16597	17984
销售费用	2572	3279	2548	3045	3454
管理费用	5326	6168	6790	7786	8688
财务费用	-4	7	-235	-292	-348
资产减值损失	1			0	0
投资收益			0	3	0
营业利润	51343	59041	66635	76186	87715
营业外收入	12	9	11	11	11
营业外支出	527	268	449	200	164
利润总额	50828	58783	66197	75997	87562
所得税	12998	14813	16674	18997	21888
少数股东损益	2626	2764	2826	2850	3284
归属于母公司所有者的净利润	35204	41206	46697	54149	62390

附二：合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
货币资金	112075	13252	36091	46918	56302
拆出资金	0	117378	118200	137149	162173
应收账款	0	0	0	0	0
存货	23507	25285	28869	32333	35567
流动资产合计	137862	159024	185652	216401	254042
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	15249	15144	16225	16712	17213
在建工程	1954	2519	2447	2570	2698
非流动资产合计	21985	24018	27744	29963	31461
资产总计	159847	183042	213396	246364	285503
流动负债合计	42438	41093	45674	59029	68220
非流动负债合计	0	73	1	20	21
负债合计	42438	41166	45675	59049	68241
少数股东权益	4570	5866	6398	6718	7054
股东权益合计	112839	136010	161323	187314	217262
负债及股东权益合计	159847	183042	213396	246364	285503

附三：合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
经营活动产生的现金流量净额	41385	45211	51669	59553	67541
投资活动产生的现金流量净额	-1629	-3166	-1805	-1685	-1274
筹资活动产生的现金流量净额	-16441	-19284	-24128	-28091	-31859
现金及现金等价物净增加额	23315	22761	25737	29777	34408

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。