2021 年 03 月 30 日
公司研究●证券研究报告

贵州茅台（600519.SH）

公司快报

收入利润稳健增长 全年目标顺利完成

事件:公司发布 2020 年年报，2020 年茅台共计实现营业总收入 979.93 亿元，同比增长 10.29%；其中酒类收入 948.22 亿元，同比增长 11.10%；实现归母净利润 466.97 亿元，同比增长 13.33%，EPS 为 37.17 元。每 10 股派息 192.93 元，分红率达 51.90%。其中第四季度实现营业收入 284.18 亿元，同比增长 12.12%，归母净利润 128.7 亿元，同比增长 19.7%，顺利完成 2020 年收入利润均同比增长 10%的目标。

投资要点

- **全年收入利润双增，白酒龙头稳健增长。产量方面，**2020 年公司完成茅台酒及系列酒基酒产量 7.52 万吨、同比增长 0.15%，其中茅台酒基酒产量 5.02 万吨，同比增长 0.63%；**销量方面，**1）从产品看，2020 年茅台酒实现销量 3.43 万吨，系列酒实现销量 2.97 万吨。茅台酒实现收入 848.3 亿元，同比增长 11.91%；其中 Q4 实现收入 247 亿元，同比增长 12.36%；系列酒实现收入 100 亿元，同比增长 4.7%；其中 Q4 实现收入 30 亿元，同比增长 19.41%。2）从销售渠道看，批发渠道收入 815.8 亿元，占比约 86.04%，直销收入 132.4 亿元，占比约 13.96%，直销收入占比较前三季度 12.56%提升 1.4pcts。全年公司国内经销商数量为 2046 个，调整主要来自系列酒，增加酱香系列酒经销商 15 家，减少 301 家，主要为进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力。20 年为维护茅台酒市场秩序、平抑价格，茅台多个直销渠道不断放量，以满足消费者购酒需求，并采取限购、大数据分析等方式精准投放。从批价表现看，截止 21 年 3 月，茅台飞天散瓶批价稳定在 2400 元以上，整箱批价在 3180 元左右，显示终端需求表现乐观，为公司实现 21 年 Q1 开门红提供保障。

- **毛利率维持稳定态势，盈利能力持续提升。**20 年全年公司归母净利润 466.97 亿元，同比增长 13.33%，毛利率和净利率分别+0.04/+1.28pcts 至 91.68%/47.65%，毛利率维持稳定态势，盈利能力持续提升。公司全年销售费用率和管理费用率（含研发费用）分别-1.09/-0.01pcts 至 2.60%/6.93%，销售费用减少主要受疫情影响，茅台酒市场投入费用减少所致。公司全年合同负债 133 亿元，环比 20Q3 增加 39 亿元，预计经销商预付货款增加所致。预计未来随着费用投放不断优化、产品结构持续改善及直销渠道改革发力，公司盈利水平有望进一步提升。

- **非标产品节后提价落地，市场需求高景气助力 21Q1 增长。**春节前茅台打款至 2 月，发货执行至 2 月配额。拆箱政策和价格查处执行力度大，节前库存基本清零。3 月货量较小，节后批价并未降温。精品和生肖提价落地，非标产品批价持续升温。2021 年公司提出目标同比增长 10.5%，实现营收 1080 亿元。预计以下因素推动公司实现目标：1）量增。2017 年茅台基酒产能达 4.28 万吨，这一产能将在近两年释放，同时茅台基酒 21 年生产量可达 5.6 万吨，可供销售的茅台酒数量会逐年增加；系列酒方面，3 万吨技改工程也在积极投产，预计到“十四五”末期，系列酒的可供销售量将实现翻番。在不考虑价格情况下，2021 年增量助力茅台增加营收。 2）“价增”。伴随年初非标产品提价落地，同时预计茅台通过调整产品结构带来附加值溢

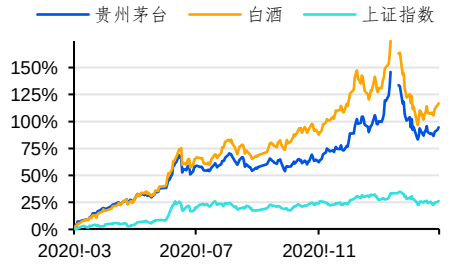
食品饮料 | 白酒 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2021-03-30)	2,056.05 元

交易数据

总市值（百万元）	2,582,805.49
流通市值（百万元）	2,582,805.49
总股本（百万股）	1,256.20
流通股本（百万股）	1,256.20
12 个月价格区间	1057.00/2627.88 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.65	4.07	68.71
绝对收益	-3.14	6.37	93.4

分析师 周蓉
SAC 执业证书编号：S0910520030001
zhourong@huajinsc.cn
分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

相关报告

贵州茅台：收入利润稳健增长 全年目标达成可期 2020-10-26

贵州茅台：收入利润稳健增长 持续彰显龙头风范 2020-07-29

贵州茅台：营收增长目标不变，彰显龙头风范 2020-06-11

贵州茅台：重视稳健发展，后千亿时代增长动力足--茅台生产经营数据点评 2020-01-02

贵州茅台：经营稳步向前，直销陆续放量 2019-10-16

价。3）“营销红利”。预计 21 年公司将继续商超、电商和直营渠道的放量，从而对营收助力。

- **品牌护城河不断拓宽，长期逻辑持续强化。**我们重申公司未来价值增长主要来自三方面，一是品牌力的不断强化，茅台批价的表现足以表明其供需关系未变，品牌护城河增强公司抗风险能力。二是渠道改革带来吨价和渠道掌控力的提升，20 年新的领导层上任，正在加速直销进程。三是出厂价提升以及结构升级带来的吨价提升，目前一批价和出厂价给公司未来预留了充分的提价空间。短期市场和政策扰动因素不改公司长期增长逻辑，公司十四五首年业绩高增可期。

- **投资建议：**我们预测 2021-2023 年公司营业收入分别为 1109.26/1271.71/1452.73 亿元，同比增长 13.2%/14.6%/14.2%。归母净利润 543.14/639.89/738.14 亿元，同比增长 16.3%/17.8%/15.4%。对应 EPS 分别为 43.24/50.94/58.76 元。考虑高端白酒和公司高成长性给予估值溢价，维持公司“买入-A”评级。

- **风险提示：**食品安全问题，行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	110,926	127,171	145,273
YoY(%)	15.1	10.3	13.2	14.6	14.2
净利润(百万元)	41,206	46,697	54,314	63,989	73,814
YoY(%)	17.1	13.3	16.3	17.8	15.4
毛利率(%)	91.6	91.7	91.9	92.1	92.2
EPS(摊薄/元)	32.80	37.17	43.24	50.94	58.76
ROE(%)	31.0	29.5	28.1	27.3	26.4
P/E(倍)	62.7	55.3	47.6	40.4	35.0
P/B(倍)	19.0	16.0	13.5	11.2	9.4
净利率(%)	46.4	47.7	49.0	50.3	50.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	159024	185652	231492	257265	318782
现金	13252	36091	78769	99231	156490
应收票据及应收账款	1463	1533	1858	2029	2412
预付账款	1549	898	1873	1304	2325
存货	25285	28869	30674	36421	39218
其他流动资产	117475	118261	118318	118279	118338
非流动资产	24018	27744	30242	32897	35591
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15144	16225	18715	21277	23763
无形资产	4728	4817	4954	5145	5402
其他非流动资产	4146	6701	6573	6476	6426
资产总计	183042	213396	261734	290162	354374
流动负债	41093	45674	62251	48943	65949
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1514	1342	1798	1741	2248
其他流动负债	39580	44331	60453	47202	63701
非流动负债	**73**	**1**	**1**	**1**	**1**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	1	1	1	1
负债合计	41166	45675	62252	48944	65951
少数股东权益	5866	6398	8078	10057	12340
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	132488	157769	184828	216601	253260
归属母公司股东权益	136010	161323	191404	231161	276083
负债和股东权益	183042	213396	261734	290162	354374

现金流量表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	45211	51669	69881	47254	87997
净利润	43970	49523	55993	65968	76097
折旧摊销	1243	1317	1233	1472	1727
财务费用	7	-235	-763	-1569	-2578
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	32	857	13415	-18619	12747
其他经营现金流	-42	207	2	3	4
投资活动现金流	-3166	-1805	-3734	-4129	-4424
筹资活动现金流	-19284	-24128	-23469	-22663	-26314
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	32.80	37.17	43.24	50.94	58.76
每股经营现金流(最新摊薄)	35.99	41.13	55.63	37.62	70.05
每股净资产(最新摊薄)	108.27	128.42	152.37	184.02	219.78

利润表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	88854	97993	110926	127171	145273
营业成本	7430	8154	8965	10103	11389
营业税金及附加	12733	13887	15718	17677	20193
营业费用	3279	2548	4093	3535	4068
管理费用	6168	6790	7687	8813	10067
研发费用	49	50	37	54	66
财务费用	7	-235	-763	-1569	-2578
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-14	5	-2	-3	-4
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	59041	66635	75199	88570	102078
营业外收入	9	11	11	11	11
营业外支出	268	449	364	402	371
利润总额	58783	66197	74845	88178	101718
所得税	14813	16674	18852	22210	25621
税后利润	43970	49523	55993	65968	76097
少数股东损益	2764	2826	1680	1979	2283
归属母公司净利润	41206	46697	54314	63989	73814
EBITDA	59628	66431	74355	86980	99609

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	15.1	10.3	13.2	14.6	14.2
营业利润(%)	15.0	12.9	12.9	17.8	15.3
归属于母公司净利润(%)	17.1	13.3	16.3	17.8	15.4
获利能力					
毛利率(%)	91.6	91.7	91.9	92.1	92.2
净利率(%)	46.4	47.7	49.0	50.3	50.8
ROE(%)	31.0	29.5	28.1	27.3	26.4
ROIC(%)	32.1	30.2	28.6	27.7	26.5
偿债能力					
资产负债率(%)	22.5	21.4	23.8	16.9	18.6
流动比率	3.9	4.1	3.7	5.3	4.8
速动比率	0.4	0.8	1.3	2.1	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	87.7	65.4	65.4	65.4	65.4
应付账款周转率	5.5	5.7	5.7	5.7	5.7
估值比率					
P/E	62.7	55.3	47.6	40.4	35.0
P/B	19.0	16.0	13.5	11.2	9.4
EV/EBITDA	43.2	38.4	33.8	28.7	24.5

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn