

# 贵州茅台 (600519)

公司研究/点评报告

## 整体经营稳健，“十四五”行以致远

——贵州茅台 (600519) 2020 年度生产经营情况点评

点评报告/食品饮料

2021 年 01 月 04 日

### 一、事件概述

2020 年 12 月 31 日公司发布 2020 年度生产经营情况公告,公司初步核算 2020 年度生产茅台酒基酒 5 万吨,系列酒基酒 2.5 万吨;预计实现营业总收入 977 亿元左右,同增 10% 左右,其中全资子公司贵州茅台酱香酒营销有限公司预计实现营业总收入 94 亿元左右(含税销售额 106 亿元左右);预计实现归母净利润 455 亿元左右,同增 10% 左右。

### 二、分析与判断

#### 酒业龙头经营稳健,酱香热下系列酒稳步增长

**年度经营目标顺利实现。**2020 年公司预计实现营收/归母净利润 977/455 亿元,分别同比+9.96%/+10.42%,折合 20Q4 单季度预计实现营收/归母净利润 281/117 亿元,分别同比+10.97%/8.57%,整体表现稳健。在疫情对白酒行业造成较大冲击的情况下,茅台作为行业龙头积极作为,顺利实现 2020 年度经营目标,彰显龙头风范。

**系列酒表现亮眼。**2020 年酱香酒营销公司预计实现收入 94 亿元左右,考虑到除酱香酒营销公司外公司仍有赖茅与定制酒公司贡献系列酒收入,2020 年系列酒收入预计实现同比正增长(2019 年为 95.42 亿元)。在疫情对非高端白酒消费场景冲击严重的情况下,系列酒延续正增长,主要系在茅台酒供不应求及消费者培育效果良好的大背景下,需求外溢使得系列酒需求端明显受益、价盘稳固,预计 2021 年系列酒仍将有望保持良好增长态势。

#### 基酒生产稳步就班,技改项目即将释放产能

**基酒生产方面,**公告称预计 2020 年实现茅台酒/系列酒基酒生产 5/2.5 万吨,预计产能总体较同期稳中略升。据 2020 年 10 月茅台集团生产质量大会释放的信息,2021 年茅台酒/系列酒产能目标为 5.53/2.9 万吨,较 2020 年有较大幅度增长,为茅台未来发展提供保障。**产能技改方面,**2020 年 9 月茅台“十三五”茅台酒技改扩建项目全面完工,10 月份全面投产,预计此部分产能将于 2021 年释放,同时 3 万吨酱香系列酒技改项目稳步推进,未来将进一步满足市场系列酒消费需求,贡献茅台未来增长。

#### “十三五”圆满收官,“十四五”目标远大

茅台经销商大会上公司表示茅台集团超额完成年度目标,“十三五”圆满收官。展望未来,茅台集团将力争在“十四五”期间成为贵州首家世界 500 强企业。据 2019 与 2020 年世界 500 强榜单,为实现这一目标茅台集团收入需达到约 1800 亿元。假设股份公司营收占集团公司 90%,若 2025 年实现该收入目标,折合 2021-2025 年营收 CAGR 需达到约 11%,若 2024 年完成对应 2021-2024 年营收 CAGR 为 14%,即未来几年公司仍需保持双位数的收入复合增长速度。飞天茅台长期处于供不应求状态,未来在公司扩大直营、推进技改扩产能、发力系列酒等多重举措下,看好公司未来增长势头与路径确定性。

### 三、投资建议

根据生产经营情况公告,我们小幅下调此前盈利预测。在不考虑未来提价的假设下,2020-2022 年公司实现营收 977/1145/1314 亿元,同比+10%/+17.2%/+14.7%;归母净利润 455/554/644 亿元,同比+10.5%/+21.6%/+16.3%,EPS 为 36.25/44.08/51.25 元,目前股价对应 PE 为 55/45/39 倍,估值与白酒板块 2020 年 56 倍 PE (wind 一致预期,算数平均法)基本相当。考虑到公司作为行业龙头未来增长确定性高,维持“推荐”评级。

### 四、风险提示:

疫情或经济下滑拖累需求,业绩释放节奏不及预期,食品安全问题等。

**推荐**

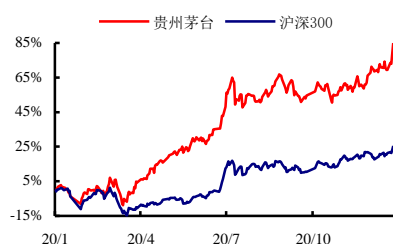
维持评级

当前价格: 1998.0 元

交易数据 2020-12-31

近 12 个月最高/最低(元)	1998.0/996.0
总股本(百万股)	1,256
流通股本(百万股)	1,256
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	25,099
流通市值(亿元)	25,099

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 于杰

执业证号: S0100519010004

电话: 010-85127513

邮箱: yujie@mszq.com

研究助理: 郝宇新

执业证号: S0100120070030

电话: 021-60876735

邮箱: haoyuxin@mszq.com

相关研究

1. 贵州茅台 (600519) 2020 年三季度报点评: 直营支撑公司增长, 全年任务稳步推进

2. 贵州茅台 (600519) 2020 年半年报报点评: 20H1 圆满完成任务, 直营渠道放量显著提速

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	88,854	97,740	114,531	131,368
增长率 (%)	15.1%	10.0%	17.2%	14.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	41,206	45,539	55,375	64,379
增长率 (%)	17.1%	10.5%	21.6%	16.3%
每股收益 (元)	32.80	36.25	44.08	51.25
PE (现价)	60.9	55.1	45.3	39.0
PB	18.5	15.5	13.1	11.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	88,854	97,740	114,531	131,368
营业成本	7,576	7,917	6,872	7,094
营业税金及附加	12,733	13,684	16,034	18,391
销售费用	3,279	3,372	3,780	4,072
管理费用	6,168	5,962	6,986	7,751
研发费用	49	44	34	39
EBIT	59,050	66,761	80,825	94,020
财务费用	7	(166)	(194)	(246)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	59,041	66,947	81,039	94,286
营业外收支	(259)	(232)	(256)	(224)
利润总额	58,783	66,688	80,780	94,027
所得税	14,813	16,739	20,195	23,507
净利润	43,970	49,949	60,585	70,520
归属于母公司净利润	41,206	45,539	55,375	64,379
EBITDA	60,293	67,975	82,053	95,250
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	13252	35313	81932	114304
应收账款及票据	1463	1162	1623	1712
预付款项	1549	1504	1237	1206
存货	25285	27294	17654	29102
其他流动资产	117399	117399	117399	117399
流动资产合计	159024	183276	219943	264485
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	15144	15094	15017	14953
无形资产	4728	5023	5473	6079
非流动资产合计	24018	23729	23385	23150
资产合计	183042	207005	243329	287635
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1514	1425	1168	1135
其他流动负债	11049	11049	11049	11049
流动负债合计	41093	38312	39929	42181
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	73	73	73	73
非流动负债合计	73	73	73	73
负债合计	41166	38385	40002	42254
股本	1256	1256	1256	1256
少数股东权益	5866	7145	12355	18496
股东权益合计	141876	168620	203327	245381
负债和股东权益合计	183042	207005	243329	287635

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	15.1%	10.0%	17.2%	14.7%
EBIT 增长率	15.0%	13.1%	21.1%	16.3%
净利润增长率	17.1%	10.5%	21.6%	16.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	91.5%	91.9%	94.0%	94.6%
净利润率	46.4%	46.6%	48.3%	49.0%
总资产收益率 ROA	22.5%	22.0%	22.8%	22.4%
净资产收益率 ROE	30.3%	28.2%	29.0%	28.4%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.9	4.8	5.5	6.3
速动比率	3.3	4.1	5.1	5.6
现金比率	0.3	0.9	2.1	2.7
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.1
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	—	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	1,159.3	1,195.4	1,177.4	1,186.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	32.8	36.3	44.1	51.2
每股净资产	108.3	128.5	152.0	180.6
每股经营现金流	36.0	37.0	58.6	49.4
每股股利	17.0	18.7	20.6	22.7
<b>估值分析</b>				
PE	60.9	55.1	45.3	39.0
PB	18.5	15.5	13.1	11.1
EV/EBITDA	41.4	36.4	29.6	25.1
股息收益率	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	43,970	49,949	60,585	70,520
折旧和摊销	1,243	1,214	1,228	1,230
营运资金变动	32	(4,971)	11,568	(9,917)
经营活动现金流	45,205	46,451	73,640	62,092
资本开支	3,149	864	1,143	1,254
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(3,166)	(864)	(1,143)	(1,254)
股权募资	833	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(19,284)	(23,525)	(25,878)	(28,466)
现金净流量	22,755	22,062	46,619	32,372

## 分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

郝宇新，食品饮料行业研究助理，约翰霍普金斯大学金融学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖白酒、啤酒板块。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。