

圆满收官，行稳致远

——贵州茅台（600519.SH）2020年度生产经营公告点评

要点

事件：公司发布2020年生产经营公告，2020年公司预计实现营业总收入977亿元左右，同比增长10%左右；预计实现归属于上市公司股东的净利润455亿元左右，同比增长10%左右；其中，酱香酒营销有限公司预计2020年实现营业总收入94亿元左右（含税销售额106亿元左右）2020年公司生产茅台酒基酒5万吨，系列酒基酒2.5万吨。公司生产经营情况整体符合市场预期。

经营目标顺利达成。2020年公司预算规划营收增速10%，根据生产经营公告，预计2020年股份公司经营目标顺利完成，至此十三五规划圆满达成。估算公司2020Q4营收/归母净利润为281/117亿左右，同比+11%/+8.6%，其中收入端基本符合市场预期，利润端略低于市场预期，主要系Q4累计8.2亿捐赠支出所致。分产品看，系列酒实现收入94亿，较2019年的95.42亿基本持平，考虑疫情对高端白酒以外价格带品种的明显冲击，证明系列酒的发展势能已被市场验证，估计2021年仍将维持增长态势。主品牌方面，预计收入增速超10%，在出厂价未上调的背景下，主要系产品结构优化及直销渠道占比提升所致。2020Q4，公司加大商超、电商等渠道投放力度，散瓶价格虽有下降，但整体批价基本稳定，截至12月底基本在2800元左右波动，市场承接力度依然稳健。

加快扩充基酒产能应对未来十四五增长目标。2020年年底贵州省规划十四五期间将提高白酒产业发展水平，力争将茅台集团打造成省内首家‘世界500强’企业。若上述目标能顺利达成，估算公司十四五期间收入复合增速有望达到两位数。为此公司正在从产能扩张、渠道优化等维度布局。产能方面，2020年茅台酒/系列酒的基酒产能为5/2.5万吨，其中茅台酒基酒产能同比+0.6%。根据2020年10月15日，贵州茅台集团“2021年度生产·质量大会”上的数据，2021年茅台酒基酒产能目标为5.53万吨，系列酒产量目标为2.9万吨，同比+11%/16%，公司产能扩建已明显提速。渠道优化方面，截至2020Q3，直销渠道收入占比已提升至12.6%，预计2021年公司将继续提升商超/电商/自营等直销渠道投放比例，推动经销商继续精耕市场、做精品质、做深文化、做优服务。

盈利预测、估值与评级：小幅上调公司2020年营业总收入为977.29亿（前次953.87亿）；考虑捐赠支出，小幅下调公司2020年净利润预测为455.72亿（前次为470.57亿）。维持公司2021/22年营业总收入预测为1095.47/1252.16亿元；净利润预测为567.47/651.31亿元；对应2020/21/22年EPS为36.28/45.17/51.85元，当前股价对应2020/21/22年PE为55/44/39倍，维持‘买入’评级。

风险提示：税率上升，需求下降导致批价大幅波动，营销改革不确定性。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	77,199	88,854	97,729	109,547	125,216
营业收入增长率	32.60%	15.10%	9.99%	12.09%	14.30%
净利润（百万元）	35,204	41,206	45,572	56,747	65,131
净利润增长率	30.00%	17.05%	10.59%	24.52%	14.77%
EPS（元）	28.02	32.80	36.28	45.17	51.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.20%	30.30%	28.61%	29.48%	28.57%
P/E	71	61	55	44	39
P/B	22.2	18.5	15.8	13.0	11.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-12-31

买入（维持）

当前价：1,998.00元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

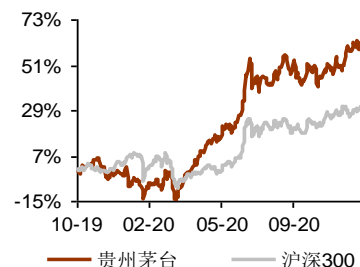
021-52523689

chenyt@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.56
总市值(亿元)	25098.88
一年最低/最高(元)	949.02/1998.98
近3月换手率	15.17%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.56	6.48	61.31
绝对	11.43	17.81	87.51

资料来源：Wind

相关研报

经营目标有序推进，直销渠道加速放量——贵州茅台（600519.SH）2020年半年报点评（2020-07-28）

穿越疫情、定海神针——贵州茅台（600519.SH）2020年一季报点评（2020-04-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	77,199	88,854	97,729	109,547	125,216
营业成本	6,523	7,430	6,751	5,642	5,768
折旧和摊销	1,165	1,233	1,207	1,421	1,560
税金及附加	11,289	12,733	13,878	15,118	17,029
销售费用	2,572	3,279	3,323	3,626	4,145
管理费用	5,326	6,168	7,037	7,865	8,978
研发费用	22	49	54	60	69
财务费用	-4	7	-50	-22	-23
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	51,343	59,041	66,762	77,280	89,275
利润总额	50,828	58,783	63,172	77,086	89,125
所得税	12,998	14,813	15,161	17,730	21,390
净利润	37,830	43,970	48,011	59,356	67,735
少数股东损益	2,626	2,764	2,439	2,609	2,604
归属母公司净利润	35,204	41,206	45,572	56,747	65,131
EPS(按最新股本计)	28.02	32.80	36.28	45.17	51.85

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	41,385	45,211	51,932	66,112	71,194
净利润	35,204	41,206	45,572	56,747	65,131
折旧摊销	1,165	1,233	1,207	1,421	1,560
净营运资金增加	391	123,079	-308	-3,587	426
其他	4,626	-120,308	5,461	11,531	4,076
投资活动产生现金流	-1,629	-3,166	-4,840	-4,125	-4,100
净资本支出	-1,607	-3,149	-5,100	-4,050	-4,050
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-22	-17	260	-75	-50
融资活动现金流	-16,441	-19,284	-22,135	-23,503	-29,655
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	100	0	0
无息负债变化	3,848	-1,272	-252	1,779	3,022
净现金流	23,315	22,761	24,957	38,484	37,439

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	91.6%	91.6%	93.1%	94.8%	95.4%
EBITDA 率	68.2%	68.0%	69.5%	71.8%	72.5%
EBIT 率	66.7%	66.6%	68.3%	70.5%	71.3%
税前净利润率	65.8%	66.2%	64.6%	70.4%	71.2%
归母净利润率	45.6%	46.4%	46.6%	51.8%	52.0%
ROA	23.7%	24.0%	23.0%	24.1%	23.6%
ROE (摊薄)	31.2%	30.3%	28.6%	29.5%	28.6%
经营性 ROIC	226.9%	31.3%	35.2%	41.5%	46.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	27%	22%	20%	17%	16%
流动比率	3.25	3.87	4.44	5.07	5.58
速动比率	2.69	3.25	3.87	4.61	5.14
归母权益/有息债务	-	-	1592.97	1925.19	2279.72
有形资产/有息债务	-	-	2038.22	2414.74	2825.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	159,847	183,042	208,616	246,227	287,306
货币资金	112,075	13,252	38,209	76,692	114,131
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	0	0	0	0	0
应收票据	564	1,463	1,466	1,588	1,816
其他应收款 (合计)	394	77	0	0	0
存货	23,507	25,285	23,629	19,746	20,189
其他流动资产	140	117,399	117,621	117,916	118,308
流动资产合计	137,862	159,024	182,171	217,074	255,611
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	15,249	15,144	18,789	19,433	20,347
在建工程	1,954	2,519	2,264	3,498	4,724
无形资产	3,499	4,728	4,732	4,687	4,643
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	36	49	49	49	49
非流动资产合计	21,985	24,018	26,445	29,153	31,695
总负债	42,438	41,166	41,014	42,794	45,816
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,178	1,514	1,553	1,410	1,442
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	13,577	13,740	13,740	16,432	18,782
其他流动负债	11,473	11,049	11,049	11,049	11,049
流动负债合计	42,438	41,093	41,012	42,792	45,814
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	0	73	2	2	2
股东权益	117,408	141,876	167,602	203,433	241,490
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
公积金	14,819	17,971	17,971	17,971	17,971
未分配利润	95,982	115,892	140,078	173,299	208,752
归属母公司权益	112,839	136,010	159,297	192,519	227,972
少数股东权益	4,570	5,866	8,305	10,914	13,518

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3.33%	3.69%	3.40%	3.31%	3.31%
管理费用率	6.90%	6.94%	7.20%	7.18%	7.17%
财务费用率	0.00%	0.01%	-0.05%	-0.02%	-0.02%
研发费用率	0.03%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
所得税率	26%	25%	24%	23%	24%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	14.54	17.03	18.73	23.63	26.96
每股经营现金流	32.94	35.99	41.34	52.63	56.67
每股净资产	89.83	108.27	126.81	153.26	181.48
每股销售收入	61.45	70.73	77.80	87.21	99.68

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	71	61	55	44	39
PB	22.2	18.5	15.8	13.0	11.0
EV/EBITDA	45.9	41.7	36.9	31.4	26.9
股息率	0.7%	0.9%	0.9%	1.2%	1.3%



行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳