



2021-01-04

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

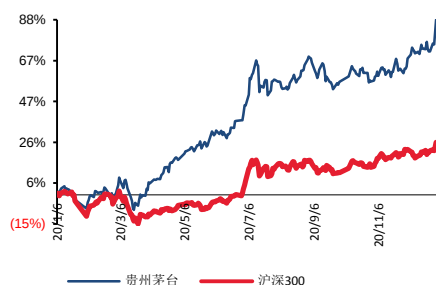
目标价: 2370.00

昨收盘: 1998.00

日常消费 食品、饮料与烟草

贵州茅台经营数据点评：收入达成目标，十三五完美收官

■ 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)	2,509,883/2,509,883
12 个月最高/最低(元)	1998.00/996.00

相关研究报告：

贵州茅台(600519)《贵州茅台三季报点评：

主营业务稳健，直销比例同比提升》

--2020/10/25

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：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

事件：贵州茅台公告 2020 年度生产经营情况，预计实现营业总收入 977 亿元左右，同增 10%左右，其中系列酒 94 亿元左右；归母净利润 455 亿元左右，同增 10%左右。初步核算，2020 年度公司生产茅台酒基酒 5 万吨，系列酒基酒 2.5 万吨。

一、收入符合预期，茅台酒吨价提升，系列酒收入小幅下滑

2020 年度营业总收入增长 10%左右，实现年初预定目标。据此可推算单四季度营业总收入 281.25 亿元左右，同增 10.96%，符合市场预期。大致拆分判断：茅台酒平稳增长，估算单四季度茅台酒量增小个位数、平均吨酒价格提升大个位数；系列酒全年收入同比下滑 1.48%，其中单四季度下滑 4.15%，判断主要与销量有关。

系列酒收入下滑的情况下收入达成目标，假设茅台酒销量不存在明显的超预期，则渠道结构调整和产品结构升级带动茅台酒平均吨酒价格提升，是茅台酒收入平稳增长的重要原因。

二、利润略低于预期，可能与税金缴纳和费用投放等有关

全年归母净利润 455 亿元左右，同增 10%左右，净利率同比大致持平。据此可推算单四季度归母净利润 116.73 亿元左右，同增 8.57%，单四季度净利率同比下滑，利润略低于预期。

因为单四季度茅台酒增速领先于系列酒、且吨酒价格同比提升，判断主营产品毛利率水平相应提升。据此判断，单四季度净利润低于预期、净利率同比下滑的主要原因可能与税金缴纳和费用投放等因素相关。考虑渠道结构调整和系列酒经销商梳理，渠道费用和市场费用可能有一定增加。从更长远发展的角度看，这有利于夯实渠道和市场基础，同时也会随着调整结束和渠道发展，费效比逐渐改善，短期波动不必担忧。

三、基酒生产保持平稳，今年茅台酒基酒有望达成满产

2020 年度茅台酒基酒 5 万吨，同比持平微增；系列酒基酒 2.5 万吨，

同比增加 4500 吨。新管理层接任以来，基酒生产总体保持平稳发展，确保未来酒类持续发展。随着中华片区 6600 吨基酒产能的扩建达成，2021 年茅台酒基酒产能有望达成满产，接近 56000 吨。

盈利预测和评级：

单四季度的收入符合预期，全年收入和利润均实现两位数左右增长，达成年初的预定目标，十三五完美收官。主营业务的表现稳健，直销占比持续提升。未来随着渠道结构进一步优化，产品结构不断升级，茅台酒平均吨酒价格有望进一步提升。系列酒也有望在扎实的调整和梳理之后，迎来更加健康的发展。

当前茅台酒存在提高出厂价的基础，但是提价的时间窗口不好把握。考虑公司通过渠道调整在 2021 年进一步占领主流、新兴的销售渠道，2022 年具备放量的条件；同时考虑茅台酒存在提高出厂价的可能性，2022 年业绩弹性有望充分体现。在此之前，2021 年仍将继续保持相对健康的增长，期间适当地提高估值水平。

测算 2020-2022 年的收入增速分别为 10%、13%、23%，净利润增速分别为 10%、19%、26%，对应 EPS 分别为 36.23、43.08、54.48 元。

当前市场风格支撑茅台较高的估值溢价，考虑未来业绩的乐观预期，给予中期目标价 2370.00 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	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88854	97740	110028	135087
收入同比(%)	15%	10%	13%	23%
归属母公司净利润	41206	45511	54122	68440
净利润同比(%)	17%	10%	19%	26%
每股收益(元)	32.80	36.23	43.08	54.48

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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	zhaf1@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。