

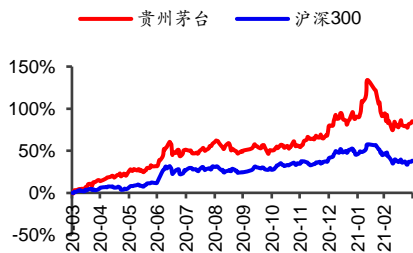


## 均价上升驱动为主，十四五仍值得期待

投资评级：买入

报告日期:	2021-03-31
收盘价(元)	2056.05
近 12 个月最高/最低(元)	2627.88/1069.3
总股本(亿股)	1,256.20
流通股本(亿股)	1,256.20
流通股比例(%)	100
总市值(亿元)	25,828
流通市值(亿元)	25,828

公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：文献

执业证书号：S0010520060002  
电话：13923413412  
邮箱：wenxian@hazq.com  
联系人：姚启璠  
执业证书号：S0010120040033  
电话：13795262443  
邮箱：yaoqf@hazq.com

### 相关报告

《华安证券\_公司研究\_深度报告\_贵州茅台(600519)：产能释放新周期，量价齐升仍可期》20200728  
《贵州茅台(600519.SH)：业绩预告略超我们预期，业务成长确定性仍最强》20210103

### 事件

公司年报，2020 年实现营业总收入约 980 亿，+10.3%，归母净利约 467 亿，+13.3%。4Q20 营业总收入 284 亿，+12.1%，归母净利 129 亿，+19.7%，基本符合此前业绩预告。分红预案为每 10 股派现约 193 元(含税)，公司 2021 年营收计划同增 10.5%，或略低于市场预期。

### 主要观点

2020 年茅台酒营收同增 11.9%，报表确认茅台酒出货量同降 0.7%，受益于直营等出货价格更高渠道的占比上升，及更贵产品占比上升，2020 年茅台酒均价同增约 12.7%。2020 年利息收入同降 10.1%至 30.8 亿，系列酒收入同增 4.7%至 99.9 亿。分渠道看，2020 年，直营、关联交易（主要是集团营销公司）、海外收入分别为 132、54.1、24.3 亿，分别+82.7%、+84.7%、-16.7%。估算经销商渠道收入同降约 7%，传统经销商（剔除贵州国资等）降幅会更大得多。

2020 年末合同负债（预收款）133 亿元，环比 3Q20 增约 39 亿，同比 4Q19 降约 4 亿。因酒厂客户结构大变，且对经销商的打款要求多变，合同负债口径同比意义暂小。根据合并报表和母公司报表存货估算，4Q20 末销售公司存货成本价值 7.06 亿，环比 3Q20 末增约 66%，同比 4Q19 末降约 17%，或表明，公司 4 季度发货基本正常。

**税金及附加占比基本稳定，费用基本正常。**2020 年，营业税金及附加占白酒收入比例为 14.6%，比 2019 年降约 0.3Pcts，基本稳定。2020 年销售费用同降 22%主要是减少广告，管理费用同增约 10.1%主要因为品牌使用费及人工上升，均符合公司业务特征，基本正常。

**均价上升驱动为主，十四五仍值得期待，维持“买入”评级。**展望十四五，预计茅台的增长以均价上升驱动为主，其中 2021 年靠部分产品涨价及产品、渠道结构变化的带动，2022 年假设主导产品涨一次出厂价幅度约 20%，预计 2021-2023 年归母净利同增 12.3%、25.1%、12.8%，EPS41.73、52.23、58.89 元，PE 为 49.3、39.4、34.9 倍。巨大渠道价差和强大品牌力保证，茅台涨出厂价空间大，提升市场份额能力强，未来价、量齐升逻辑仍顺畅且确定性高，营收、利润均能维持年复合增双位数，维持“买入”评级。

风险提示：1)白酒行业景气度下行风险；2)管理层更换易导致业务波动风险；3)政策风险。

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,993	108,658	134,261	150,671
收入同比(%)	10.3%	10.9%	23.6%	12.2%
归属母公司净利润	46,697	52,427	65,607	73,982
净利润同比(%)	13.3%	12.3%	25.1%	12.8%
毛利率(%)	91.7%	91.8%	92.1%	92.2%
ROE(%)	31.4%	29.9%	31.3%	29.7%
每股收益(元)	37.17	41.73	52.23	58.89
P/E	55.3	49.3	39.4	34.9
P/B	16.0	13.6	11.3	9.6
EV/EBITDA	38.1	34.3	27.5	24.5

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	185,652	220,553	274,458	326,106
现金	36,091	66,822	112,966	130,065
应收账款	1,533	1,744	2,128	2,403
其他应收款	34	66	64	82
预付账款	898	1,422	1,424	1,735
存货	28,869	30,974	37,042	41,150
其他流动资产	118,226	119,524	120,835	150,671
<b>非流动资产</b>	27,744	27,970	28,059	28,164
长期投资	0	0	0	0
固定资产	18,673	18,867	18,954	19,049
无形资产	4,817	4,825	4,835	4,845
其他非流动资产	4,254	4,278	4,271	4,271
<b>资产总计</b>	213,396	248,523	302,518	354,270
<b>流动负债</b>	45,674	49,019	60,178	66,933
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,342	1,643	1,842	2,115
其他流动负债	44,331	47,376	58,335	64,818
<b>非流动负债</b>	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	45,675	49,021	60,179	66,934
少数股东权益	6,398	9,567	13,532	18,004
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,376	1,378	1,381
留存收益	157,769	186,381	225,250	265,772
归属母公司股东	161,323	189,935	228,806	269,331
<b>负债和股东权</b>	213,396	248,523	302,518	354,270

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	46,697	52,427	65,607	73,982
净利润	1,196	1,109	1,122	1,128
折旧摊销	-235	-411	-539	-607
财务费用	0	0	0	0
投资损失	769	-812	3,391	-27,790
营运资金变动	3,242	3,258	4,067	4,570
其他经营现金	-1,805	-1,435	-1,305	-1,331
<b>投资活动现金</b>	-2,217	-1,435	-1,305	-1,331
资本支出	0	0	0	0
长期投资	411	0	0	0
其他投资现金	-24,128	-23,405	-26,199	-32,852
<b>筹资活动现金</b>	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-24,128	-23,405	-26,199	-32,852
其他筹资现金	25,736	30,731	46,143	17,099
<b>现金净增加额</b>	46,697	52,427	65,607	73,982

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	97,993	108,658	134,261	150,671
营业成本	8,154	8,922	10,565	11,794
营业税金及附加	13,887	15,398	19,026	21,351
销售费用	2,548	2,675	2,809	2,949
管理费用	6,736	7,410	9,112	10,023
财务费用	-235	-411	-539	-607
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收	5	0	0	0
投资净收益	0	1	1	2
<b>营业利润</b>	66,635	74,605	93,287	105,159
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	449	449	449	449
<b>利润总额</b>	66,197	74,167	92,849	104,721
所得税	16,674	18,571	23,277	26,267
<b>净利润</b>	49,523	55,596	69,572	78,453
少数股东损益	2,826	3,169	3,966	4,472
<b>归属母公司净利润</b>	46,697	52,427	65,607	73,982
EBITDA	67,717	75,392	93,970	105,776
EPS (元)	37.17	41.73	52.23	58.89

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	10.3%	10.9%	23.6%	12.2%
营业利润	12.9%	12.0%	25.0%	12.7%
归属于母公司净利	13.3%	12.3%	25.1%	12.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	91.7%	91.8%	92.1%	92.2%
净利率(%)	50.5%	51.2%	51.8%	52.1%
ROE(%)	31.4%	29.9%	31.3%	29.7%
ROIC(%)	36.8%	40.4%	50.6%	52.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	21.4%	19.7%	19.9%	18.9%
净负债比率(%)	-21.5%	-33.5%	-46.6%	-45.3%
流动比率	4.06	4.50	4.56	4.87
速动比率	3.43	3.87	3.95	4.26
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.49	0.47	0.49	0.46
应收账款周转率	65.42	66.31	69.35	66.51
存货周转率	5.71	5.98	6.06	5.96
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊	37.17	41.73	52.23	58.89
每股经营现金流	41.13	44.24	58.63	40.82
每股净资产(最新	128.42	151.20	182.14	214.40
<b>估值比率</b>				
P/E	55.3	49.3	39.4	34.9
P/B	16.0	13.6	11.3	9.6
EV/EBITDA	38.1	34.3	27.5	24.5

## 分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

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%以上；

### 公司评级体系

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。市场基准指数为沪深300指数。