

## 20Q4 盈利增长超预期，吨价提升趋势显著

东方证券  
ORIENT SECURITIES

- **20Q4 盈利增速提升，业绩超出市场预期。**公司公告 20 年年报，20 年实现营收 949.15 亿元，同比增长 11.1%，归母净利润 466.97 亿元，同比增长 13.3%，高于业绩预告；其中 20Q4 实现营收 277.00 亿元，同比增长 13.1%，归母净利润 128.70 亿元，同比增长 19.7%，增速环比 Q3 提升明显。

## 核心观点

- **茅台酒吨价稳步上行，合同负债显著增加。**20 年茅台酒收入 848.31 亿元，同比增长 11.9%，量价分别增长-0.9%/12.7%，吨价提升幅度较大，预计主要受益于非标产品和直营投放比例提升；系列酒收入 99.91 亿元，同比增长 4.7%，量价分别增长-1.1%/5.9%；销量下滑预计受渠道调整及部分非标产品延迟发货影响，年内减少系列酒经销商 301 家。20 年直销渠道收入 132.40 亿元，同比增长 82.7%，占比提升 5.5pct 至 14.0%。公司期末合同负债余额 133.22 亿元，环比大幅增长 41.6%，预计主要为跨年确认收入延后。
- **毛利率上行费用率下降，盈利能力继续改善。**受益于非标产品、直营投放占比提升，20 年毛利率提升 0.11pct 至 91.41%。20 年销售费用率为 2.68% (-1.15pct)，主要因为疫情影响广告营销费投放减少以及运输费调整至营业成本核算等；管理费用率 7.15% (-0.07pct)；税金及附加占营收比重 14.63% (-0.27pct)。综合影响，公司销售净利率提升 0.71pct 至 52.18%。
- **公司未来增长无虞，看好盈利提升空间。**公司 21 年经营目标为营收同比增长 10.5%，观察历年目标与实际情况，预计该目标为保底增速。茅台集团十四五规划收入翻一番，我们预计股份公司 20 至 25 年营收 CAGR 在 12% 以上，增长稳定性无虞。考虑到非标提价贡献，开局之年的开门红概率较高，飞天批价稳中有升，原箱价/散瓶批价在 3200 元/2450 元左右，需求旺盛。酱酒消费热潮兴起，系列酒批价持续上行，看好 21 年系列酒销售盈利改善。消费升级趋势下，高端酒仍是最佳赛道，通过非标提价、扩大直营等手段，公司吨价及盈利仍有较大提升空间。

**财务预测与投资建议：**根据年报，下调费用预测，预测 21-23 年每股收益分别为 44.02、51.35 和 58.79 元（原 21-22 年预测分别为 43.97、50.42 元），结合可比公司，给予 21 年 54 倍 PE，对应目标价 2377.08 元，维持买入评级。

**风险提示：**基酒产能不足的风险、社会库存增多风险、环境恶化风险。

## 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	85,430	94,915	109,162	125,285	141,950
同比增长(%)	16.0%	11.1%	15.0%	14.8%	13.3%
营业利润(百万元)	59,041	66,635	78,717	91,628	104,786
同比增长(%)	15.0%	12.9%	18.1%	16.4%	14.4%
归属母公司净利润(百万元)	41,206	46,697	55,304	64,504	73,857
同比增长(%)	17.1%	13.3%	18.4%	16.6%	14.5%
每股收益(元)	32.80	37.17	44.02	51.35	58.79
毛利率(%)	91.3%	91.4%	92.0%	92.5%	92.8%
净利率(%)	48.2%	49.2%	50.7%	51.5%	52.0%
净资产收益率(%)	33.1%	31.4%	31.0%	30.0%	28.8%
市盈率	62.7	55.3	46.7	40.0	35.0
市净率	19.0	16.0	13.2	11.0	9.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月30日)	2056.05 元
目标价格	2377.08 元
52周最高价/最低价	2627.88/1090.27 元
总股本/流通A股(万股)	125,620/125,620
A股市值(百万元)	2,582,805
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年03月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.37	-3.14	2.91	87.22
相对表现	1.01	-1.75	-2.03	66.15
沪深300	2.36	-1.39	4.94	21.07



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888\*6079  
caiqi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519080001

联系人

周翰  
021-63325888\*7524  
zhouhan@orientsec.com.cn

## 相关报告

三季度控量略有降速，需求稳健批价持续上行	2020-10-25
直营占比提升叠加非标放量，吨价提振仍在途中	2020-07-29
直营投放增加吨价提升，需求强劲步履从容	2020-04-22

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

根据年报，下调费用预测，预测 21-23 年每股收益分别为 44.02、51.35 和 58.79 元（原 21-22 年预测分别为 43.97、50.42 元），结合可比公司，给予 21 年 54 倍 PE，对应目标价 2377.08 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
泸州老窖	000568	228.90	4.01	4.91	5.99	57.09	46.65	38.22
五粮液	000858	273.46	5.15	6.18	7.29	53.13	44.26	37.50
水井坊	600779	73.95	1.48	1.88	2.39	49.97	39.23	30.91
酒鬼酒	000799	156.57	1.46	2.11	2.90	106.98	74.21	54.08
山西汾酒	600809	342.35	3.54	4.75	6.16	96.63	72.15	55.62
<b>调整后平均</b>							<b>54</b>	<b>43</b>

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 3 月 30 日收盘价）

## 风险提示

- **基酒产能不足的风险。**由于酿造工艺限制，公司基酒产能扩张较慢，如果需求延续高增长，基酒可能出现产能不足风险。
- **社会库存增多风险。**近年来茅台旺盛的需求和持续走高的批价推高了社会库存，这部分社会库存可能会冲抵未来的消费需求形成一定风险。
- **环境恶化风险。**如果赤水河环境出现恶化，有可能对酒质造成负面影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	13,252	36,091	186,944	225,415	269,630	营业收入	85,430	94,915	109,162	125,285	141,950
应收票据、账款及款项融资	1,463	1,533	1,763	2,023	2,292	营业成本	7,430	8,154	8,781	9,420	10,182
预付账款	1,549	898	1,033	1,186	1,344	营业税金及附加	12,733	13,887	16,735	18,956	21,478
存货	25,285	28,869	31,090	33,352	36,050	营业费用	3,279	2,548	1,881	1,971	2,092
其他	117,475	118,261	73	97	90	管理费用及研发费用	6,217	6,840	5,982	6,239	6,359
<b>流动资产合计</b>	<b>159,024</b>	<b>185,652</b>	<b>220,903</b>	<b>262,073</b>	<b>309,405</b>	财务费用	7	(235)	(11)	(21)	(25)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	5	71	37	55	47
固定资产	15,144	16,225	17,935	19,684	21,330	公允价值变动收益	(14)	5	0	0	0
在建工程	2,519	2,447	2,974	3,237	3,368	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	4,728	4,817	4,715	4,612	4,510	其他	3,298	2,980	2,961	2,964	2,968
其他	1,627	4,254	2,273	2,588	3,007	<b>营业利润</b>	<b>59,041</b>	<b>66,635</b>	<b>78,717</b>	<b>91,628</b>	<b>104,786</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>24,018</b>	<b>27,744</b>	<b>27,896</b>	<b>30,121</b>	<b>32,215</b>	营业外收入	9	11	11	11	11
<b>资产总计</b>	<b>183,042</b>	<b>213,396</b>	<b>248,799</b>	<b>292,195</b>	<b>341,621</b>	营业外支出	268	449	331	200	100
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>58,783</b>	<b>66,197</b>	<b>78,397</b>	<b>91,439</b>	<b>104,697</b>
应付票据及应付账款	1,514	1,342	1,446	1,551	1,676	所得税	14,813	16,674	19,747	23,032	26,371
其他	39,580	44,331	42,341	42,565	43,079	<b>净利润</b>	<b>43,970</b>	<b>49,523</b>	<b>58,651</b>	<b>68,408</b>	<b>78,326</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>41,093</b>	<b>45,674</b>	<b>43,786</b>	<b>44,116</b>	<b>44,755</b>	少数股东损益	2,764	2,826	3,347	3,904	4,470
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>41,206</b>	<b>46,697</b>	<b>55,304</b>	<b>64,504</b>	<b>73,857</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	32.80	37.17	44.02	51.35	58.79
其他	73	1	37	19	28						
<b>非流动负债合计</b>	<b>73</b>	<b>1</b>	<b>37</b>	<b>19</b>	<b>28</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>41,166</b>	<b>45,675</b>	<b>43,823</b>	<b>44,135</b>	<b>44,783</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	5,866	6,398	9,745	13,649	18,118	<b>成长能力</b>					
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	营业收入	16.0%	11.1%	15.0%	14.8%	13.3%
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375	营业利润	15.0%	12.9%	18.1%	16.4%	14.4%
留存收益	132,488	157,769	191,686	230,860	275,171	归属于母公司净利润	17.1%	13.3%	18.4%	16.6%	14.5%
其他	891	922	913	920	917	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>141,876</b>	<b>167,721</b>	<b>204,975</b>	<b>248,060</b>	<b>296,837</b>	毛利率	91.3%	91.4%	92.0%	92.5%	92.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>183,042</b>	<b>213,396</b>	<b>248,799</b>	<b>292,195</b>	<b>341,621</b>	净利率	48.2%	49.2%	50.7%	51.5%	52.0%
						ROE	33.1%	31.4%	31.0%	30.0%	28.8%
						ROIC	34.1%	32.1%	31.6%	30.3%	28.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	22.5%	21.4%	17.6%	15.1%	13.1%
净利润	43,970	49,523	58,651	68,408	78,326	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,234	1,316	1,378	1,600	1,836	流动比率	3.87	4.06	5.05	5.94	6.91
财务费用	7	(235)	(11)	(21)	(25)	速动比率	3.25	3.43	4.33	5.18	6.11
投资损失	0	(0)	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(122,129)	1,240	113,715	(2,370)	(2,478)	应收账款周转率	-	-	-	-	-
其它	122,128	(175)	35	(11)	5	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>45,211</b>	<b>51,669</b>	<b>173,768</b>	<b>67,607</b>	<b>77,664</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
资本支出	(2,818)	(2,283)	(3,500)	(3,500)	(3,500)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	29	(20)	20	0	0	每股收益	32.80	37.17	44.02	51.35	58.79
其他	(376)	498	1,940	(326)	(430)	每股经营现金流	35.99	41.13	138.33	53.82	61.82
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,166)</b>	<b>(1,805)</b>	<b>(1,539)</b>	<b>(3,826)</b>	<b>(3,930)</b>	每股净资产	108.27	128.42	155.41	186.60	221.88
债权融资	404	(447)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	62.7	55.3	46.7	40.0	35.0
其他	(19,689)	(23,681)	(21,376)	(25,310)	(29,520)	市净率	19.0	16.0	13.2	11.0	9.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(19,284)</b>	<b>(24,128)</b>	<b>(21,376)</b>	<b>(25,310)</b>	<b>(29,520)</b>	EV/EBITDA	42.2	37.6	31.8	27.3	23.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	43.1	38.3	32.3	27.8	24.3
<b>现金净增加额</b>	<b>22,761</b>	<b>25,737</b>	<b>150,853</b>	<b>38,471</b>	<b>44,214</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)