

贵州茅台 (600519)

公司研究/点评报告

“十三五” 稳健收官，“十四五” 远大目标可期

——贵州茅台 (600519) 2020 年年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 03 月 31 日

一、事件概述

3 月 30 日公司公布 2020 年年报，报告期内公司实现营业总收入 979.93 亿元，同比+10.29%；实现归母净利润 466.97 亿元，同比+13.33%。拟每 10 股派发现金红利 192.93 元（含税）。

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

2020 年公司实现营收/归母净利润 979.93/466.97 亿元，同比+10.29%/+13.33%，折合 20Q4 单季度实现营收/归母净利润 284.18/128.70 亿元，同比+12.13%/19.70%。在疫情对行业造成较大冲击情况下，茅台顺利实现 2020 年度经营目标，彰显龙头风范。其中，茅台酒实现收入 848.31 亿元，同比+11.91%；其他系列酒实现收入 99.91 亿元，同比+4.70%。**毛利率来看**，酒类销售毛利率 91.48%，同比增长 0.11ppt；其中茅台酒销售毛利率 93.99%，同比增加 0.21ppt，其他系列酒毛利率 70.14%，同比减少 2.06ppt。**渠道方面**，直销渠道实现收入 132.40 亿元，同比+82.66%，直销规模快速扩大，已占到整体白酒收入的近 14%。**经营区域方面**，国内实现收入 923.90 亿元，同比+12.09%；国外实现收入 24.32 亿元，同比-16.71%，预计主要是受国外疫情影响。**经销商数量方面**，期末公司共有经销商 2150 家，其中国内 2046 家，国外 104 家，全年净减少 332 家，主要是公司对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰，报告期内减少酱香系列酒经销商 301 家，推算茅台酒经销商全年净减少 31 家。

➤ 基酒生产稳步就班，技改项目即将释放产能

基酒生产方面，2020 年实现茅台酒/系列酒基酒生产 5.02/2.50 万吨。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，新增茅台酒基酒设计产能 4032 吨，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，新增系列酒基酒设计产能 4015 吨，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。

➤ 价盘稳固显示供需矛盾仍在，“十四五” 远大目标可期

茅台集团公开称将力争在“十四五”期间成为贵州首家世界 500 强企业。据 2020 年世界 500 强榜单，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%，即未来几年公司仍需保持双位数的收入增长速度。公司 2021 年经营目标是营业总收入较上年增长 10.5%，我们认为这一目标实现难度较小。春节后飞天批价持续处于 3200 元以上高位，显示茅台供需矛盾仍较为突出。同时，今年初公司对生肖、精品以及总经销等非标茅台产品均进行了提价，考虑到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持续发力，我们看好公司未来收入及利润增长的确性。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现营收 1145/1314/1474 亿元，同比+16.9%/+14.8%/+12.2%；归母净利润 554/644/746 亿元，同比+18.6%/+16.2%/+15.8%，EPS 为 44.11/51.26/59.39 元，目前股价对应 PE 为 47/40/35 倍，估值与白酒板块 2020 年 48 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。

推荐

维持评级

当前价格：2056.05 元

交易数据 2021-3-30

近 12 个月最高/最低(元)	2471/1059.63
总股本(百万股)	1256.20
流通股本(百万股)	1256.20
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	25828.05
流通市值(亿元)	25828.05

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

邮箱：yujie@mszq.com

相关研究

1. 贵州茅台 (600519) 2020 年度生产经营情况点评：整体经营稳健，“十四五”行以致远
2. 贵州茅台 (600519) 2020 年三季度点评：直营支撑公司增长，全年任务稳步推进

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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	97,993	114,505	131,406	147,398
增长率（%）	10.3%	16.9%	14.8%	12.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	46,697	55,406	64,396	74,600
增长率（%）	13.3%	18.6%	16.2%	15.8%
每股收益（元）	37.17	44.11	51.26	59.39
PE（现价）	55.3	46.6	40.1	34.6
PB	16.0	11.7	9.1	7.2

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	97,993	114,505	131,406	147,398
营业成本	8,265	8,130	7,884	7,960
营业税金及附加	13,887	16,031	18,397	20,636
销售费用	2,548	2,931	4,152	2,948
管理费用	6,790	6,985	8,016	7,945
研发费用	50	52	39	44
EBIT	66,453	80,377	92,917	107,866
财务费用	(235)	(451)	(628)	(548)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	66,635	80,848	93,565	108,434
营业外收支	(438)	(394)	(435)	(381)
利润总额	66,197	80,410	93,127	107,996
所得税	16,674	20,183	23,282	26,999
净利润	49,523	60,227	69,845	80,997
归属于母公司净利润	46,697	55,406	64,396	74,600
EBITDA	67,770	81,735	94,343	109,346
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	36091	114113	182772	267894
应收账款及票据	1533	1838	2082	2351
预付款项	898	1545	1419	1353
存货	28869	23944	27494	24324
其他流动资产	118226	118226	118226	118226
流动资产合计	185652	260000	331946	414593
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	16225	16713	17498	18134
无形资产	4817	5163	5629	5881
非流动资产合计	27744	27589	27623	27325
资产合计	213396	287589	359569	441918
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1342	1463	1340	1274
其他流动负债	15852	15852	15852	15852
流动负债合计	45674	59630	61765	63117
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
负债合计	45675	59632	61766	63118
股本	1256	1256	1256	1256
少数股东权益	6398	8088	13537	19934
股东权益合计	167721	227958	297803	378800
负债和股东权益合计	213396	287589	359569	441918

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	10.3%	16.9%	14.8%	12.2%
EBIT 增长率	12.5%	21.0%	15.6%	16.1%
净利润增长率	13.3%	18.6%	16.2%	15.8%
盈利能力				
毛利率	91.6%	92.9%	94.0%	94.6%
净利润率	47.7%	48.4%	49.0%	50.6%
总资产收益率 ROA	21.9%	19.3%	17.9%	16.9%
净资产收益率 ROE	28.9%	25.2%	22.7%	20.8%
偿债能力				
流动比率	4.1	4.4	5.4	6.6
速动比率	3.4	4.0	4.9	6.2
现金比率	0.8	1.9	3.0	4.2
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	—	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	1,179.4	1,169.3	1,174.3	1,171.8
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	37.2	44.1	51.3	59.4
每股净资产	128.4	175.0	226.3	285.7
每股经营现金流	41.0	63.4	56.2	69.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	55.3	46.6	40.1	34.6
PB	16.0	11.7	9.1	7.2
EV/EBITDA	37.6	30.2	25.4	21.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	49,523	60,227	69,845	80,997
折旧和摊销	1,245	1,358	1,426	1,480
营运资金变动	857	17,630	(1,152)	3,827
经营活动现金流	51,526	79,653	70,557	86,743
资本开支	2,089	1,631	1,898	1,620
投资	295	0	0	0
投资活动现金流	(1,805)	(1,631)	(1,898)	(1,620)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(24,128)	0	0	0
现金净流量	25,594	78,022	68,659	85,122

分析师简介

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。

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。