

# 业绩略超预期，新五年目标稳步推进



——贵州茅台（600519）2020 年报点评

**事件：**贵州茅台发布 2020 年年报，全年实现营业收入 979.93 亿元，同比增长 10.29%，归属于上市公司股东的净利润 466.97 亿元，同比增长 13.33%，基本每股收益 37.17 元。

## 点评

### ❖ 全年业绩符合预期，直营渠道投放持续加大

公司 2020 全年实现营收和归属母公司净利润分别为 979.93、466.97 亿元，同比分别+10.29%、+13.33%。2020 年单 4 季度实现营业收入和归属于母公司净利润分别同比+12.12%、+19.70%，实现较高增速原因主要系四季度直营渠道加大投放力度，直销渠道商共获得约 4160 吨飞天茅台，全年投放约 8000 吨左右。公司与集团营销公司关联交易全年达 46.1 亿元，对应销量约为 2500 吨。分产品看，茅台酒实现营收 848.31 亿元，同比+11.91%，增长主要收到非标以及直营渠道投放力度加大所致；系列酒实现营收 99.91 亿元，同比+4.70%。其中茅台酒和系列酒销量分别为 3.43、2.97 万吨，分别同比-0.72%、-1.13%，吨价分别为 247.92、33.64 万元/吨，分别同比+12.71%、+5.90%。全年生产基酒 7.52 万吨，同比+0.15%，其中茅台酒基酒 5.02 万吨，同比+0.63%。渠道方面，报告期内公司直营销售收入为 132.40 亿元，同比+82.66%，占比从 8%提升至 14%，直营渠道投放增长明显；经销商上，报告期末国内经销商数量为 2046 家，减少 346 家经销商。在公司保持营收稳定增长下，产品结构和渠道持续优化，全年盈利能力保持稳健。

### ❖ 盈利能力稳定提升，预收款有所增长

公司 2020 年酒类业务毛利率为 91.48%，同比下降 0.11 个百分点。销售费用率为 2.68%，同比下降 1.42 个百分点，预计主要系疫情期间减少广告宣传费用以及根据新收入准则将运输费用调整至营业成本所致；管理费用率为 7.15%，同比下降 0.07 个百分点。综合来看全年净利率为 52.18%，同比增长 0.71 个百分点，盈利能力稳定提升。截止 2020Q4 末，公司预收账款为 133.22 亿元，环比增加 27.62 亿元，主要系节前提前打款所致，茅台渠道议价能力强，预收账款整体表现平稳。

### ❖ 全年收入目标 10.5%，产能建设稳步推进

2021 年公司营收目标为 10.5%左右，并完成基本建设投资 68.21 亿元，稳步推进 3 万吨酱香系列酒及配套项目建设。21 年茅台酒基酒产能目标为 5.53 万吨，新增 0.51 吨产量，系列酒产量目标为 2.9 万吨。据渠道调研，近期飞天茅台散瓶一批价在 2400-2500 元/瓶左右，整箱一批价在 3200-3300 元/瓶左右，精品酒和生肖酒持续升温，非标产品价格持续提升，库存水平维持低位。

## 📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	食品饮料
报告时间	2021/03/30
前收盘价	2056.05 元
公司评级	增持评级

## 👤 分析师

### 欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002  
ouyangyujian@cczq.com

## 📍 川财研究所

**北京** 西城区平安里西大街 28 号  
中海国际中心 15 楼，  
100034

**上海** 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

**深圳** 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

**成都** 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

今年春节茅台整体动销情况良好，批价持续维持高位，预计一季度能实现较好增长。长期来看，从量上茅台整体供需关系较为稳定；从价看，未来随着直营投放力度持续加大以及公司产品结构优化，整体均价有望稳步提升，今年茅台将继续以稳为主，全年增长目标完成确定性高。

#### ❖ 维持公司“增持”评级

维持公司“增持”评级：预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 1082.26、1204.84、1336.99 亿元；归属母公司净利润分别为 528.06、600.15、667.41 亿元；EPS 分别为 42.04、47.77、53.13 元/股，对应当前 PE 分别为 48.91、43.04、38.07 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；疫情带来的不确定性风险；食品安全风险。

#### 盈利预测与估值

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	97993.24	108226.26	120483.61	133698.63
+/-%	10.29	10.44	11.33	10.97
归属母公司股东 净利润(百万)	46697.29	52806.10	60014.77	66741.36
+/-%	13.33	13.08	13.65	11.21
EPS(元)	37.17	42.04	47.77	53.13
PE	55.31	48.91	43.04	38.70

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2021/03/30

报表预测						现金流量表 (人民币, 百万)					
						2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>利润表 (人民币, 百万)</b>						<b>现金流量表 (人民币, 百万)</b>					
营业收入	88854.3	97993.2	108226.3	120483.6	133698.6	经营性现金净流量	45238.7	51641.8	58841.1	61314.5	75412.8
减:营业成本	7430.0	8154.0	7066.2	6231.1	6738.4	投资性现金净流量	-3165.7	-1805.2	-303.1	-275.3	-302.3
营业税金及附加	12733.3	13886.5	15151.7	16867.7	18717.8	筹资性现金净流量	-19284.4	-24127.5	-13635.6	-14616.3	-15295.0
营业费用	3279.0	2547.7	3246.8	3614.5	4011.0	现金流量净额	22788.7	25709.4	44902.3	46422.9	59815.5
管理费用	6168.0	6789.8	7792.3	8674.8	9626.3	<b>财务分析和估值指标</b>					
财务费用	7.5	-234.6	-104.6	-134.7	-172.6	<b>盈利能力</b>					
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	毛利率	91.6%	91.7%	93.5%	94.8%	95.0%
加:投资收益	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	销售净利率	49.5%	50.5%	51.7%	52.8%	52.9%
公允价值变动损益	-14.0	4.9	0.0	0.0	0.0	ROE	30.3%	28.9%	26.5%	24.7%	22.9%
其他经营损益	3224.9	2844.9	0.0	0.0	0.0	ROA	34.4%	32.7%	31.7%	29.6%	27.3%
营业利润	62447.5	69699.8	75073.9	85230.1	94777.8	<b>ROIC</b>					
加:其他非经营损益	-258.9	-438.1	-404.2	-367.1	-403.1	<b>成长能力</b>					
利润总额	62188.6	69261.7	74669.7	84863.0	94374.7	销售收入增长率	15.1%	10.3%	10.4%	11.3%	11.0%
减:所得税	14803.1	16667.0	18667.4	21215.8	23593.7	净利润增长率	16.2%	12.6%	13.1%	13.7%	11.2%
净利润	47385.5	52594.7	56002.3	63647.3	70781.0	<b>资本结构</b>					
减:少数股东损益	2763.5	2826.0	3196.2	3632.5	4039.6	资产负债率	17.2%	10.2%	19.1%	8.0%	14.0%
归属母公司股东净利润	41206.5	46697.3	52806.1	60014.8	66741.4	流动比率	5.0	8.6	4.7	11.4	6.6
<b>资产负债表 (人民币, 百万)</b>						<b>经营效率</b>					
货币资金	2631.2	25311.9	70214.3	116637.1	176452.7	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
应收和预付款项	3089.0	2465.7	2633.0	2518.8	3141.6	存货周转率	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
存货	25284.9	28869.1	18060.6	23322.9	21429.6	<b>业绩和估值</b>					
其他流动资产	117398.7	118226.3	118226.3	118226.3	118226.3	EPS	32.8	37.2	42.0	47.8	53.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	BPS	108.3	128.4	158.7	193.2	231.5
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PE	62.7	55.3	48.9	43.0	38.7
固定资产和在建工程	17663.1	18672.5	18427.8	18183.0	17938.3	PB	19.0	16.0	13.0	10.6	8.9
无形资产和开发支出	4728.0	4817.2	4817.2	4817.2	4817.2						
其他非流动资产	207.0	3100.8	3026.9	2953.0	2953.0						
资产总计	171002.0	201463.4	235406.0	286658.3	344958.7						
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付和预收款项	18396.6	4599.5	29081.2	7107.1	32274.6						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他负债	11048.8	15851.7	15851.7	15851.7	15851.7						
负债合计	29445.4	20451.2	44932.8	22958.8	48126.2						
股本	1256.2	1256.2	1256.2	1256.2	1256.2						
资本公积	1375.0	1375.0	1375.0	1375.0	1375.0						
留存收益	133379.2	158691.6	196787.4	240083.8	288232.9						
归属母公司股东权益	136010.3	161322.7	199418.6	242715.0	290864.1						
少数股东权益	5866.0	6397.9	9594.1	13226.6	17266.3						
股东权益合计	141876.4	167720.7	209012.7	255941.6	308130.4						
负债和股东权益合计	171321.8	188171.9	253945.5	278900.4	356256.6						

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004