

**证券研究报告—动态报告**

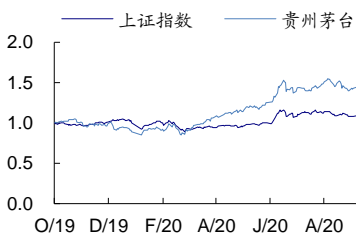
食品饮料

饮料

**贵州茅台(600519)**
**买入**
**2020 年年报点评**

(维持评级)

2021 年 3 月 31 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	2,154,794/2,154,794
上证综指/深圳成指	3,278/13,128
12 个月最高/最低(元)	2086.00/960.10

**相关研究报告:**

《贵州茅台-600519-2020 年半年报点评: 稳中有进实现半年目标, 直销显著提速》——2020-07-29

《贵州茅台-600519-2019 年年报点评: 业绩稳定增长, 改革渐显成效》——2020-04-22

《贵州茅台-600519-重大事件快评: 初测业绩波动, 稳增信心不变》——2020-01-06

《贵州茅台-600519-重大事件快评: 计划量超预期, 稳增长新活力》——2019-12-31

《贵州茅台-600519-2019 年三季报点评: 积极调整发货结构, 批价回归理性发展》——2019-10-16

**证券分析师: 陈青青**

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

**证券分析师: 熊鹏**

电话: 021-60875164

E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**20 年业绩略超预期, 21 年有望继续快速增长**
**● 2020 年业绩增速略超预期, 净利率保持稳中有升**

公司公布 2020 年年报, 2020 年公司全年营收 979.93 亿元 (+10.29%), 归母净利润 466.97 亿元 (+13.33%); 其中, 2020Q4 营收 277.00 亿元 (+13.09%), 归母净利润 128.70 亿元 (+19.70%), 业绩增速略超预期, 主要受益于直销和非标酒收入占比提升推动吨价及毛利率提升, 同时销售费用率下降也拉升净利率。2020 年毛利率/净利率分别同比 +0.11pct/+0.71pct 至 91.41%/52.18%, 销售费用率-1.15pct 至 2.68%, 2020 年末预收款(合同负债+其他流动负债) 149.31 亿元, 较上季末 +43.71 亿元, 为 2021Q1 业绩继续稳增长提供较好支撑。

**● 产品和渠道结构进一步优化, 直销渠道和非标酒收入占比提升**

2020 年, 茅台酒量平价增实现销售收入 848.31 亿元, 同比+11.91%, 其中销量 3.43 万吨, 同比-0.72%, 吨价 247.23 万元, 同比+12.73%; 系列酒量减价增实现销售收入 99.91 亿元, 同比+4.70%, 其中销量 2.97 万吨, 同比-1.13%, 吨价 33.59 万元, 同比+5.90%。吨价上涨主要系直营和非标酒占比提升, 2020 年直销渠道销售收入 132.40 亿元, 同比 +82.66%, 收入占比提升 5.47pct 至 13.96%。

**● 十四五“三翻番”空间仍大, 21 年量价齐升助力业绩加速增长**

2021Q1 茅台量价齐升动销旺盛, 春节前茅台酒投放量 8500 吨, 同比 +13%, 叠加前期非标定制产品、生肖酒及精品提价(平均提价幅度在 20~50%), 量价贡献之下一季度业绩增长确定性高。“十四五”期间茅台集团规划“产量、收入、利润”三翻番, 对应 2021-2025 年收入 CAGR 约 15%, 2021 年公司计划营业总收入同比+10.5%左右(历年基本都超额完成), 我们认为在茅台集团规划的指引下和直销渠道放量、非标和系列酒产品提价落地的支撑下, 2021 全年收入业绩加速增长可期。

**● 风险提示: 宏观经济风险; 需求不及预期。**
**● 投资建议: 维持“买入”评级。**

预计公司 2021-2023 年归母净利润为 545/647/754 亿元, 摊薄 EPS 为 43.41/51.54/60.03 元, 当前股价对应 PE=47/40/34x。维持买入评级。

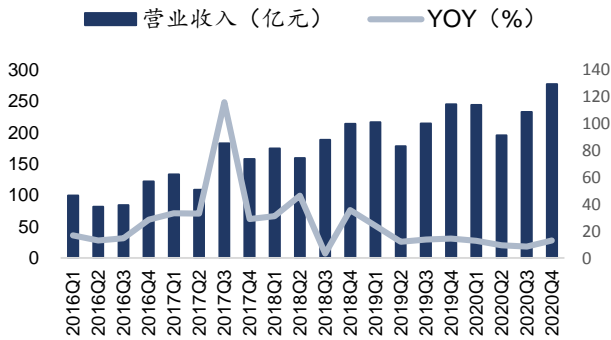
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	112,176	131,818	152,704
(+/-%)	15.1%	10.3%	14.5%	17.5%	15.8%
净利润(百万元)	41206	46697	54530	64738	75406
(+/-%)	17.1%	13.3%	16.8%	18.7%	16.5%
摊薄每股收益(元)	32.80	37.17	43.41	51.54	60.03
EBIT Margin	66.7%	68.0%	68.4%	69.2%	69.6%
净资产收益率(ROE)	30.3%	28.9%	25.3%	23.1%	21.2%
市盈率(PE)	62.7	55.3	47.4	39.9	34.3
EV/EBITDA	43.4	39.5	33.5	28.4	24.5
市净率(PB)	18.99	16.01	11.97	9.20	7.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

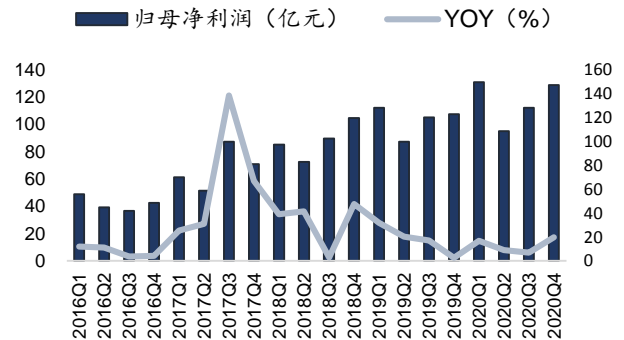
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 贵州茅台分季度营业收入及同比增速



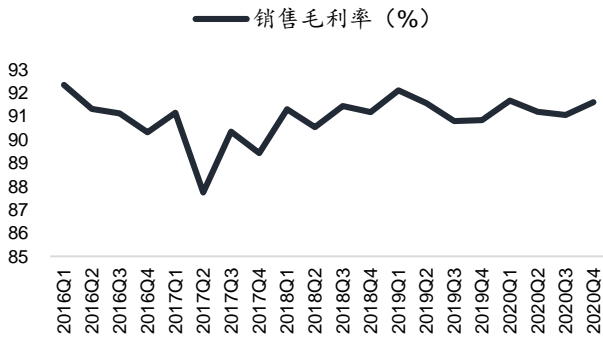
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 贵州茅台分季度归母净利润及同比增速



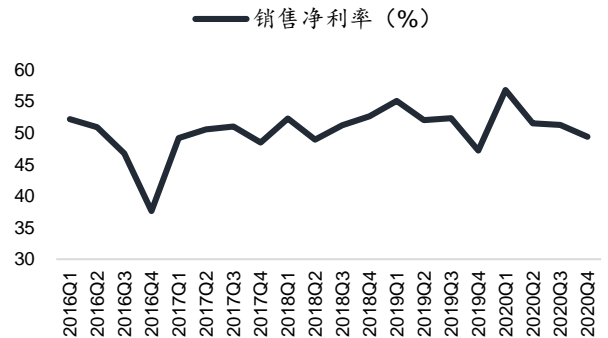
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 贵州茅台分季度毛利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 贵州茅台分季度净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 3 月 30 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
000858.SZ	五粮液	54.70	10,614.65	4.48	5.13	6.40	61.00	53.31	42.73	买入
000568.SZ	泸州老窖	55.82	3,352.82	3.17	4.10	5.07	72.21	55.83	45.15	买入
600809.SH	山西汾酒	96.07	2,983.68	2.23	3.58	4.87	153.25	95.73	70.30	买入
	平均	68.86	5,650.38	3.30	4.27	5.45	95.49	68.29	52.72	
600519.SH	贵州茅台	57.94	25,828.05	32.80	37.17	43.41	62.68	55.30	47.40	买入

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	36091	217062	290210	375116	营业收入	97993	112176	131818	152704
应收款项	1567	1543	1813	2101	营业成本	8154	9076	10123	11236
存货净额	28869	31125	36128	41547	营业税金及附加	13887	15705	18454	21379
其他流动资产	925	1821	1905	2042	销售费用	2548	2917	3295	3818
<b>流动资产合计</b>	<b>185652</b>	<b>251551</b>	<b>330055</b>	<b>420806</b>	管理费用	6790	7765	8761	9966
固定资产	18673	16973	15186	13384	财务费用	(235)	(1000)	(1000)	(1000)
无形资产及其他	4817	4624	4432	4239	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	4254	4254	4254	4254	资产减值及公允价值变动	5	(3)	(4)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(220)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>213396</b>	<b>277403</b>	<b>353927</b>	<b>442683</b>	营业利润	66635	77711	92179	107305
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(438)	(404)	(404)	(404)
应付款项	1342	1623	1883	2070	<b>利润总额</b>	<b>66197</b>	<b>77307</b>	<b>91775</b>	<b>106900</b>
其他流动负债	44331	50232	57840	66438	所得税费用	16674	19476	23119	26930
<b>流动负债合计</b>	<b>45674</b>	<b>51855</b>	<b>59723</b>	<b>68508</b>	少数股东损益	2826	3300	3918	4564
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>46697</b>	<b>54530</b>	<b>64738</b>	<b>75406</b>
其他长期负债	1	(3)	(4)	(3)					
<b>长期负债合计</b>	<b>1</b>	<b>(3)</b>	<b>(4)</b>	<b>(3)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>45675</b>	<b>51852</b>	<b>59719</b>	<b>68505</b>	净利润	46697	54530	64738	75406
少数股东权益	6398	9698	13616	18180	资产减值准备	(5)	0	0	0
股东权益	161323	215853	280592	355998	折旧摊销	0	1889	1976	1994
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>213396</b>	<b>277403</b>	<b>353927</b>	<b>442683</b>	公允价值变动损失	(5)	3	4	1
					财务费用	(235)	(1214)	(1300)	(1200)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1090)	3048	2511	2941
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	2831	3300	3918	4564
每股收益	37.17	43.41	51.54	60.03	<b>经营活动现金流</b>	<b>48428</b>	<b>62771</b>	<b>73148</b>	<b>84906</b>
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(1009)	0	0	0
每股净资产	128.42	171.83	223.37	283.39	其它投资现金流	(822)	118200	118200	118200
ROIC	135%	122%	161%	212%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1831)</b>	<b>118200</b>	<b>118200</b>	<b>118200</b>
ROE	29%	25%	23%	21%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	92%	92%	92%	93%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	68%	68%	69%	70%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	68%	70%	71%	71%	其它融资现金流	(23758)	(23758)	(23758)	(23758)
收入增长	10%	14%	18%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(23758)</b>	<b>(23758)</b>	<b>(23758)</b>	<b>(23758)</b>
净利润增长率	13%	17%	19%	16%	<b>现金净变动</b>	<b>22839</b>	<b>180971</b>	<b>73148</b>	<b>84906</b>
资产负债率	24%	22%	21%	20%	货币资金的期初余额	13252	36091	217062	290210
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	36091	217062	290210	375116
P/E	55.3	47.4	39.9	34.3	企业自由现金流	47737	62325	72701	84460
P/B	16.0	12.0	9.2	7.3	权益自由现金流	23979	64692	77444	90681
EV/EBITDA	39.5	33.5	28.4	24.5					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032