

吨价提升助力十三五完美收官，十四五“稳”字为先开门红可期

——贵州茅台（600519）点评报告

增持（维持）

2021年03月31日

报告关键要素：

公司公布 2020 年年度报告，报告期内公司实现营业总收入 979.93 亿元（YoY+10.29%），营业收入 949.15 亿元（YoY+11.10%），归母净利润 466.97 亿元（YoY+13.33%）；拆分单 Q4，公司实现营业总收入 284.18 亿元（YoY+12.12%），实现营收 277.00 亿元（YoY+13.09%），归母净利润 128.70 亿元（YoY+19.70%）。根据此前公布的生产经营公告，收入表现基本符合预期，利润表现略超指引预期，我们认为，一方面与公司渠道与产品结构的不断优化息息相关，另一方面或与公司终止了 20 年 10 月公告的 4 项捐赠事项（合计 8.2 亿元）有关，此项决议也向市场释放了公司对中小股东利益的关心以及内部治理不断改善的积极信号，意义颇大。此外，公司拟对公司全体股东每 10 股派发现金红利 192.93 元（含税）。

投资要点：

吨价提升驱动茅台酒及系列酒收入增长，主因渠道及产品结构优化，盈利能力随之提升：20 年茅台酒实现收入 848 亿元（YoY+12%），主因吨价提升 12.73%，我们认为主因如下：①出厂价更高的非标产品销量占比提高；②自营渠道占比提高，从整体来看，20 年自营渠道收入达到 132.40 亿元（YoY+83%），占比 14%（YoY+5.5pcts）；③商超、电商等直销渠道放量。毛利率随之同比提升+0.2pct 至 94%。20 年系列酒实现收入 99.91 亿元（YoY+4.7%），吨价同增 6pcts 是驱动因素，销量同比下滑约 1pct，主因①系列酒价格带受疫情影响相对较大；②酱香系列酒渠道调整优化，报告期内减少酱香系列酒经销商 301 家。我们看好产业趋势酱酒热下的机会，系列酒有强大的品牌背书，渠道价格逐步理顺，未来有望实现量价齐升。

毛利率上升+费用率下降，助力归母净利率增长：公司 20 年毛利率为 91.4%（YoY+0.1pct），受新收入准则下物流费用调至营业成本影响提高有限，实际盈利水平提升更多。期间费用率下行，其中，销售费用率下降 1.15pcts 至 2.68%，我们认为，主因疫情影响下费用投放受限以及运输费调整，加回运输费后费用率仍同比下滑 0.9pct。此外，管理/财务费用率分别同比下滑 0.07/0.26pct，共同驱动归母净利率同比提高 1pcts 至 49%。

基础数据

总股本(百万股)	1,256.20
流通A股(百万股)	1,256.20
收盘价(元)	2,056.05
总市值(亿元)	25,828.05
流通A股市值(亿元)	25,828.05

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

- 万联证券研究所 20201127-公司事项点评-AAA-贵州茅台（600519）事项点评报告
- 万联证券研究所 20201026-公司季报点评-AAA-贵州茅台（600519）季报点评报告
- 万联证券研究所 20200729-公司半年报点评-AAA-贵州茅台（600519）半年报点评报告

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：

王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	97993.24	110230.69	124941.27	142893.86
增长比率(%)	10	12	13	14
净利润(百万元)	46697.29	53193.84	61135.92	70580.44
增长比率(%)	13	14	15	15
每股收益(元)	37.17	42.35	48.67	56.19
市盈率(倍)	55.31	48.55	42.25	36.59
市净率(倍)	16.01	13.78	11.87	10.25

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所 注：净利润为归母净利润

预收及回款指标表现靓丽：2020Q4 预收指标（合同负债+其他流动负债）为 149.3 亿元，环比 20Q3 末增加 43.7 亿元，同比 19Q4 末增加 11.9 亿元；20 年销售收现 1070 亿元（YoY+12.68%），快于收入增速。

十三五完美收官，十四五“稳”字为先。2020 年行业受到 COVID-19 疫情的冲击，公司作为高端白酒龙头，白酒行业的价值标杆，顺利完成了“四不”目标，展现了极强的经营韧性以及极深的护城河。2021 年公司提出两大经营目标：① 营业总收入较上年度增长 10.5% 左右；② 完成基本建设投资 68.21 亿元。我们看好公司收入及业绩超过指引增长的能力，从量上来讲，短期看 4-5 年前茅台酒基酒产量逐年增长，中长期看 20 年投产的 4032 吨茅台酒基酒以及 4015 吨系列酒基酒将于 21 年释放，以及稳步推进的 3 万吨酱香系列酒及配套项目建设，为远期可供销售量奠基；从价上来讲，尽管暂不考虑普飞直接提价的影响，公司仍有望通过非传统经销渠道放量、非标酒放量、以及系列酒提价等方式拉动整体吨价上涨，在保障收入增长的同时进一步提升盈利能力。年初，公司已对总经销产品、生肖（出厂价由 1299 元提高至 1999 元）以及精品（出厂价由 2299 元提高至 2699 元）进行提价，为全年收入利润增长以及开门红打下了良好基础。当前，茅台酒批价仍处在高位，箱茅保持在 3200 元左右的高位（拆箱政策有影响），散瓶茅台处于 2400-2500 元左右的价格区间，供需仍然偏紧，景气度仍高。

盈利预测与投资建议：根据公司年报及收入目标指引，我们调整 21-22 年盈利预测，并新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 531.9/611.4/705.8 亿元（前次 2021-2022 年为 553.4/628.9 亿元），同比增长 13.9%/14.9%/15.4%，对应 EPS 为 42/49/56 元/股，3 月 30 日股价对应 PE 为 49/42/37 倍。去年疫情冲击下，公司作为扩容细分赛道高端白酒的绝对龙头，超强品牌力为其构筑的极深护城河进一步被市场认知，其管理水平及效率也在不断提高，估值中枢有望比疫情前有所提高。回调后 21 年估值已落入合理区间，看长做长仍是值得投资的核心资产，维持“增持”评级。

风险因素：经济下行风险、疫情风险、食品安全风险、直销推进不及预期

图表 1: 贵州茅台单季度利润表及重要财务比率

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业总收入	18395	16856	19718	22230	22481	18692	22336	25346	25298	20336	23941	28418
营业收入	17466	15931	18845	21397	21644	17844	21447	24495	24405	19547	23262	27700
营业总成本	6218	6153	6760	6735	6484	6285	7311	9732	6738	6758	8037	9772
其中: 营业成本	1519	1506	1612	1886	1707	1504	1974	2244	2032	1720	2079	2323
营业税金及附加	2526	2114	3216	3433	2407	2332	3208	4786	2448	3156	3811	4472
销售费用	945	1254	646	-273	872	1115	627	665	661	502	613	772
管理费用	1201	1252	1231	1642	1457	1259	1424	2029	1560	1413	1577	2240
研发费用	3	5	8	7	9	44	13	-16	10	13	14	13
财务费用	-3	-1	0	1	0	-2	1	8	-5	-68	-82	-79
资产减值损失	2	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	6	-115	95	-3	10	-1	-1
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	12178	10702	12958	15505	15996	12402	14914	15729	18561	13520	15905	18649
营业外收入	2	4	4	1	2	5	2	1	1	2	5	4
营业外支出	7	159	105	256	110	5	0	153	80	25	9	335
利润总额	12173	10547	12857	15250	15889	12401	14916	15577	18482	13497	15900	18318
所得税	3042	2757	3207	3992	3973	3121	3700	4019	4619	3432	3977	4646
净利润	9131	7791	9650	11258	11916	9281	11216	11558	13863	10065	11923	13673
少数股东损益	624	534	681	788	694	551	712	806	769	557	698	802
归属母公司净利润	8507	7257	8969	10470	11221	8730	10504	10752	13094	9508	11225	12870
EPS	6.77	5.78	7.14	8.33	8.93	6.95	8.36	8.56	10.42	7.57	8.94	10.25
主要财务比率												
毛利率	91.3%	90.5%	91.4%	91.2%	92.1%	91.6%	90.8%	90.8%	91.7%	91.2%	91.1%	91.6%
营业税金率	14.5%	13.3%	17.1%	16.0%	11.1%	13.1%	15.0%	19.5%	10.0%	16.1%	16.4%	16.1%
销售费用率	5.4%	7.9%	3.4%	-1.3%	4.0%	6.3%	2.9%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.8%
管理费用率	6.9%	7.9%	6.5%	7.7%	6.7%	7.1%	6.6%	8.3%	6.4%	7.2%	6.8%	8.1%
营业利润率	69.7%	67.2%	68.8%	72.5%	73.9%	69.5%	69.5%	64.2%	76.1%	69.2%	68.4%	67.3%
实际税率	25.0%	26.1%	24.9%	26.2%	25.0%	25.2%	24.8%	25.8%	25.0%	25.4%	25.0%	25.4%
净利率	52.3%	48.9%	51.2%	52.6%	55.1%	52.0%	52.3%	47.2%	56.8%	51.5%	51.3%	49.4%
营业总收入YoY	32.2%	45.6%	3.8%	34.1%	22.2%	10.9%	13.3%	14.0%	12.5%	8.8%	7.2%	12.1%
营业利润YoY	38.5%	45.9%	3.6%	50.5%	31.4%	15.9%	15.1%	1.4%	16.0%	9.0%	6.6%	18.6%
归母净利润YoY	38.9%	41.5%	2.7%	47.6%	31.9%	20.3%	17.1%	2.7%	16.7%	8.9%	6.9%	19.7%
收入占比	23.8%	21.8%	25.5%	28.8%	25.3%	21.0%	25.1%	28.5%	25.8%	20.8%	24.4%	29.0%

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	97993	110231	124941	142894
%同比增速	10%	12%	13%	14%
营业成本	8154	8467	8964	9710
毛利	89839	101764	115977	133184
%营业收入	92%	92%	93%	93%
税金及附加	13887	15762	17819	20376
%营业收入	14%	14%	14%	14%
销售费用	2548	2866	3124	3429
%营业收入	3%	3%	3%	2%
管理费用	6790	7637	8659	9902
%营业收入	7%	7%	7%	7%
研发费用	50	54	63	72
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-235	-506	-820	-1192
%营业收入	0%	0%	-1%	-1%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-71	0	0	0
其他收益	13	17	20	22
投资收益	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	66635	75969	87153	100620
%营业收入	68%	69%	70%	70%
营业外收支	-438	-404	-367	-403
利润总额	66197	75565	86786	100216
%营业收入	68%	69%	69%	70%
所得税费用	16674	19036	21862	25245
净利润	49523	56529	64924	74971
%营业收入	51%	51%	52%	52%
归属于母公司的净利润	46697	53194	61136	70580
%同比增速	13%	14%	15%	15%
少数股东损益	2826	3335	3788	4391
EPS (元/股)	37.17	42.35	48.67	56.19

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	37.17	42.35	48.67	56.19
BVPS	128.42	149.25	173.14	200.66
PE	55.31	48.55	42.25	36.59
PEG	4.15	3.49	2.83	2.37
PB	16.01	13.78	11.87	10.25
EV/EBITDA	37.52	32.75	28.25	24.16
ROE	29%	28%	28%	28%
ROIC	30%	29%	28%	28%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	36091	65455	99333	140067
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1533	1754	1977	2266
存货	28869	28700	30386	32916
预付款项	898	1185	1076	1068
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	118261	118284	118284	118295
流动资产合计	185652	215378	251056	294612
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	16225	18549	20341	21423
在建工程	2447	2547	2647	2747
无形资产	4817	4703	4588	4473
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1123	1123	1123	1123
其他非流动资产	3131	3121	3111	3101
资产总计	213396	245421	282866	327479
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1342	1539	1644	1715
预收账款	0	0	0	0
合同负债	13322	13546	14163	15148
应付职工薪酬	2981	2823	3072	3372
应交税费	8920	10448	11608	13410
其他流动负债	19109	19838	21358	23857
流动负债合计	45674	48194	51844	57501
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	45675	48196	51845	57502
归属于母公司的所有者权益	161323	187493	217500	252065
少数股东权益	6398	9733	13521	17912
股东权益	167721	197225	231021	269977
负债及股东权益	213396	245421	282866	327479

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	51669	60519	68726	79929
投资	295	0	0	0
资本性支出	-2089	-3504	-3067	-2503
其他	-11	10	10	10
投资活动现金流净额	-1805	-3494	-3057	-2493
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-24091	-27661	-31791	-36702
其他	-37	0	0	0
筹资活动现金流净额	-24128	-27661	-31791	-36702
现金净流量	25737	29364	33878	40734

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场