公司报告 公司年报点评 证券研究报告

贵州茅台（600519.SH）

2020 年圆满收官，2021 年稳中求进

审慎推荐(维持评级)

当前价格： 2009 元
目标价格： 2495 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,256/1,256
流通 A 股市值（百万元）	2,523,701
每股净资产（元）	128.42
资产负债率（%）	21.40
一年内最高/最低（元）	2,627.88/1,057

一年内股价相对走势

年报情况：

公司2020年营收、归母净利润分别为979.93、466.97亿元，分别同增10.29%、13.33%。公司拟每10股派发现金红利192.93元（含税），分红率约为51.9%。

点评：

- **全年任务圆满完成，盈利质量较高。**公司业绩整体略超计划，归母净利润略超预期。2020Q4营收、归母净利润分别为284.18、128.70亿元，同增12.12%、19.70%。2020年毛利率、净利率分别为91.41%、52.18%，同比分别提高0.11、0.71个百分点；管理费率保持平稳；销售费率下降近1个百分点，整体盈利质量较好。
- **直销比例提升、系列酒收入接近百亿目标，改革执行较为顺利。**渠道改革效果显著，2020年直销比例由8.15%提升至13.50%；直销收入为132.4亿元，同增82.60%。而且，报告期内减少346个经销商，公司在肃清渠道方面执行较好。“双轮驱动”稳步进行，公司系列酒营收为99.91亿元，同增4.7%；虽销售量同减1.13%，但吨价同增4.97%，而且渠道反应系列酒大单品已顺价销售，我们仍然看好酱酒热潮下的系列酒发展。
- **2021年计划营收同增10.50%，但超计划的概率较大。**1）2017年基酒产量较2016年增长8.28%，为2021年茅台酒销量提供支撑。2）直销比重尚有提高空间，渠道结构优化带来收入提升。3）虽然普飞提价概率不大，但是非标酒出厂价已经提高，营收、利润提高有支撑。4）“拆箱”政策严格执行，有利于减少渠道囤积、增加开瓶率，公司整体经营稳中向上。
- **盈利预测：**根据公司最新年报及计划，我们调整公司盈利预测及目标价。我们预计公司2021-2023 年收入分别为1140/1513/1672亿元，同增16.33%/32.69%/10.52%；归母净利润分别为558/749/832亿元，同增19.54%/34.15%/11.05%；对应PE为45.21/33.70/30.35倍。
- **风险提示：**市场资金偏好发生转变；公司经营不善；酱酒热度退散。

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
营业收入（百万元）	88,854	97,993	113,994	151,263	167,172
增长率（%）	15.10	10.29	16.33	32.69	10.52
归母净利（百万元）	41,206	46,697	55,822	74,885	83,162
增长率（%）	17.05	13.33	19.54	34.15	11.05
EPS（元/股）	32.80	37.17	44.44	59.61	66.20
市盈率（P/E）	35.65	53.75	45.21	33.70	30.35
市净率（P/B）	10.80	15.56	13.15	10.61	8.94

数据来源：公司公告、华福证券研究所

团队成员：

分析师 赖靖瑜
执业证书编号：S0210520080004
电话：021-20655283
邮箱：ljy2652@hfzq.com.cn

相关报告

《贵州茅台(600519.SH):“国酒”地位当仁不让，确定性上仍有惊喜》

财务预测摘要

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金及拆出资金	154,291	154,616	206,918	258,841
应收票据	1,533	1,783	2,366	2,615
应收账款	0	0	0	0
预付账款	898	250	305	325
存货	28,869	27,989	31,985	31,746
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	61	72	94	105
流动资产合计	185,652	184,710	241,668	293,632
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	16,225	17,488	18,654	19,732
在建工程	2,447	2,947	2,947	2,747
无形资产	4,817	4,335	3,902	3,512
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	4,255	4,225	4,202	4,182
非流动资产合计	27,744	28,995	29,705	30,173
资产合计	**213,396**	**213,705**	**271,373**	**323,805**
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1,342	406	497	513
预收款项	0	0	0	0
合同负债	13,322	15,497	20,563	22,726
其他应付款	3,257	3,254	3,218	3,243
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	27,753	-7,215	-5,117	-4,224
流动负债合计	45,674	11,942	19,161	22,258
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
负债合计	**45,675**	**11,943**	**19,162**	**22,259**
归属母公司所有者权益	161,323	191,986	237,903	282,205
少数股东权益	6,398	9,776	14,308	19,341
所有者权益合计	167,721	201,762	252,211	301,546
负债和股东权益	**213,396**	**213,705**	**271,373**	**323,805**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	51,669	49,831	77,595	90,332
现金收益	47,639	60,933	81,193	90,014
存货影响	-3,584	880	-3,996	238
经营性应收影响	581	398	-638	-268
经营性应付影响	-13,797	-940	56	41
其他影响	20,830	-11,440	980	306
投资活动现金流	-1,805	-3,000	-2,500	-2,300
资本支出	-2,309	-3,030	-2,524	-2,319
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	504	30	24	19
融资活动现金流	-24,128	-29,172	-22,793	-36,108
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-24,091	-30,721	-41,212	-45,768
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-37	1,549	18,419	9,660

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	97,993	113,994	151,263	167,172
营业总成本	31,377	8,746	10,662	11,338
税金及附加	13,887	14,819	19,664	21,732
销售费用	2,548	3,420	4,538	5,015
管理费用	6,790	7,410	9,756	10,699
研发费用	50	59	78	86
财务费用	-3,201	-16	-14	-12
信用减值损失	-71	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	13	13	13	13
营业利润	66,635	79,570	106,593	118,327
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	449	449	449	449
利润总额	66,197	79,132	106,155	117,889
所得税	16,674	19,932	26,738	29,694
净利润	49,523	59,200	79,417	88,195
少数股东损益	2,826	3,378	4,532	5,033
归属母公司净利润	46,697	55,822	74,885	83,162
NOPLAT	47,128	59,188	79,406	88,186
EPS（摊薄）	37.17	44.44	59.61	66.20

主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	10.3%	16.3%	32.7%	10.5%
EBIT增长率	13.5%	25.6%	34.2%	11.1%
归母净利润增长率	13.3%	19.5%	34.1%	11.1%
获利能力				
毛利率	68.0%	92.3%	93.0%	93.2%
净利率	50.5%	51.9%	52.5%	52.8%
ROE	27.8%	27.7%	29.7%	27.6%
ROIC	33.0%	38.8%	40.8%	37.7%
偿债能力				
资产负债率	21.4%	16.7%	15.8%	14.2%
债务权益比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	406.5%	1546.7%	1261.2%	1319.2%
速动比率	343.3%	1312.4%	1094.3%	1176.6%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.5
应收账款周转天数	不适用	不适用	不适用	不适用
应付账款周转天数	16	36	15	16
存货周转天数	311	1,170	1,013	1,012
每股指标（元）				
每股收益	37.17	44.44	59.61	66.20
每股经营现金流	41.13	39.67	61.77	71.91
每股净资产	128.42	152.83	189.38	224.65
估值比率				
P/E	54	45	34	30
P/B	16	13	11	9
EV/EBITDA	49	39	29	26

数据来源：公司年报，华福证券研究所

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，以勤勉的职业态度，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所　上海

公司地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1088 号招商银行上海大厦 18 层

机构销售：金灿灿

联系电话：021-20657884

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn