

## 2020 年年报点评：整体均价有望提升，长期增长确定性高

买入（维持）

2021 年 04 月 02 日

证券分析师 何长天

执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	94,915	106,780	120,127	136,344
同比（%）	11.1%	12.5%	12.5%	13.5%
归母净利润（百万元）	46,697	52,989	59,871	68,569
同比（%）	13.3%	13.5%	13.0%	14.5%
每股收益（元/股）	37.17	42.18	47.66	54.58
P/E（倍）	55.31	48.74	43.14	37.67

### 事件

公司发布 2020 年年度报告，全年营业收入 949.15 亿元(+11.1%)；归母净利润 466.97 亿元(+13.33%)；全年总销量 6.4 万吨(-0.91%)。

### 投资要点

- **营收利润稳健增长，业绩目标顺利达成。** 20 Q4 公司营收 277 亿元(同比+1.13%)，归母净利润 129 亿元(同比+19.7%)。茅台酒全年营收 848.31 亿元(+11.91%)，其他系列酒营收 99.91 亿元(+4.70%)。全年茅台酒产量 5.02 万吨(+0.63%)，销量 3.43 万吨(-0.72%)；其他系列酒产量 2.49 万吨(-0.78%)，销量 2.97 万吨(-1.13%)。
- **销售费用有所降低，盈利能力稳步提升。** 20 年酒类销售毛利率 91.4%(+0.11%)，茅台酒销售毛利率 93.99%(+0.21%)；净利率 47.65%(+1.27%)。销售费用 25.5 亿元(-22.3%)，主要是由于新收入准则下运输费由销售费用调整至营业成本核算所致。
- **直销渠道发展迅速，经销收入稳定增长。** 直销渠道发展迅速，全年直销渠道销售收入 132.40 亿元(+82.66%)，销量 3932.08 吨(+48.28%)，平均出厂价 1684 元/瓶(+23.21%)；批发代理渠道销售收入 815.82 亿元(+4.46%)，销量 60123.8 吨(-3.02%)，平均出厂价 678 元/瓶(+7.64%)。20 年国内经销商净减少 331 家(-14.6%)，渠道结构逐步改善。
- **终端需求保持旺盛，整体均价有望提升。** 茅台批价坚挺，终端需求旺盛。年初以来公司逐步提价，精品茅台提价 17%，生肖酒 54%，系列酒 10-20%，定制酒 50%以上。随着茅台酒技改项目投产和系列酒技改项目推进，新增茅台酒基酒产能 4,032 吨、系列酒基酒产能 4,015 吨。依靠渠道以及产品结构改善，整体均价有望提升，价量齐升逻辑顺畅。
- **盈利预测与投资评级：**受疫情影响，但随产能释放、渠道结构改善和整体均价提升，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 44.97/52.8 元下调至 42.18/47.66 元，预计 2023 年 EPS 为 54.58 元。我们预计 21-23 年公司营收增速 12.5/12.5/13.5%；归母净利润增速 13.5/13/14.5%，对应 PE 为 49/43/38X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能释放不及预期，提价情况不如预期，经济恢复不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	2,162.00
一年最低/最高价	1091.13/ 2627.88
市净率(倍)	15.92
流通 A 股市值(百万元)	2568296.40

### 基础数据

每股净资产(元)	128.42
资产负债率(%)	21.40
总股本(百万股)	1256.20
流通 A 股(百万股)	1256.20

### 相关研究

- 1、《贵州茅台（600519）：Q3 稳健，且看长远》2020-10-26
- 2、《贵州茅台（600519）：时间过半任务过半，核心资产稳健前行》2020-07-29
- 3、《贵州茅台（600519）：压力下显成色，向确定性要溢价》2020-04-28

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>185,652</b>	<b>228,053</b>	<b>259,472</b>	<b>321,903</b>	<b>营业收入</b>	<b>94,915</b>	<b>106,780</b>	<b>120,127</b>	<b>136,344</b>
现金	36,091	84,994	100,722	170,555	减:营业成本	8,154	7,581	8,589	9,721
应收账款	1,533	1,251	1,961	1,846	营业税金及附加	13,887	15,830	17,926	20,207
存货	28,869	21,482	35,562	29,002	营业费用	2,548	2,274	2,655	3,204
其他流动资产	119,159	120,327	121,226	120,500	管理费用	6,840	6,670	7,571	8,686
<b>非流动资产</b>	<b>27,744</b>	<b>29,946</b>	<b>32,830</b>	<b>35,328</b>	研发费用	50	50	63	69
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-235	-1,086	-1,838	-3,065
固定资产	16,225	18,443	21,291	23,597	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	2,447	2,313	2,179	2,132	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	4,817	4,954	5,145	5,402	其他收益	13	10	13	14
其他非流动资产	4,254	4,235	4,215	4,196	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>213,396</b>	<b>257,999</b>	<b>292,302</b>	<b>357,230</b>	<b>营业利润</b>	<b>66,635</b>	<b>75,520</b>	<b>85,238</b>	<b>97,605</b>
<b>流动负债</b>	<b>45,674</b>	<b>58,316</b>	<b>48,551</b>	<b>61,589</b>	加:营业外净收支	-438	-404	-367	-403
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>66,197</b>	<b>75,116</b>	<b>84,871</b>	<b>97,202</b>
应付账款	1,342	1,358	1,676	1,772	减:所得税费用	16,674	18,920	21,377	24,483
其他流动负债	44,331	56,958	46,876	59,817	少数股东损益	2,826	3,207	3,623	4,150
<b>非流动负债</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>46,697</b>	<b>52,989</b>	<b>59,871</b>	<b>68,569</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	65,114	73,300	82,085	93,132
其他非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	66,431	74,600	83,645	94,974
<b>负债合计</b>	<b>45,675</b>	<b>58,318</b>	<b>48,553</b>	<b>61,591</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	6,398	9,605	13,228	17,378	每股收益(元)	37.17	42.18	47.66	54.58
归属母公司股东权益	161,323	190,076	230,521	278,262	每股净资产(元)	128.42	151.31	183.51	221.51
<b>负债和股东权益</b>	<b>213,396</b>	<b>257,999</b>	<b>292,302</b>	<b>357,230</b>	发行在外股份(百万股)	1256	1256	1256	1256
					ROIC(%)	39.8%	53.7%	48.4%	66.5%
					ROE(%)	29.5%	28.1%	26.0%	24.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	91.4%	92.9%	92.9%	92.9%
经营活动现金流	51,669	75,554	37,760	91,935	销售净利率(%)	49.2%	49.6%	49.8%	50.3%
投资活动现金流	-1,805	-3,502	-4,444	-4,339	资产负债率(%)	21.4%	22.6%	16.6%	17.2%
筹资活动现金流	-24,128	-23,150	-17,588	-17,763	收入增长率(%)	11.1%	12.5%	12.5%	13.5%
现金净增加额	25,737	48,903	15,729	69,833	净利润增长率(%)	12.6%	13.5%	13.0%	14.5%
折旧和摊销	1,317	1,300	1,560	1,842	P/E	55.31	48.74	43.14	37.67
资本开支	2,090	2,202	2,884	2,498	P/B	16.01	13.59	11.20	9.28
营运资本变动	857	19,144	-25,455	20,440	EV/EBITDA	38.43	33.61	29.83	25.58

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>