

# 贵州茅台（600519）：十四五稳健开年，业绩稳中求进

2021年04月02日

强烈推荐/维持

贵州茅台 公司报告

**事件：**2020年公司实现营业收入979.93亿元，同比增长10.29%；实现归母净利润466.97亿元，同比增长13.33%。其中2020Q4实现销售收入284.1亿元，同比增长12.12%，实现归母净利润128.7亿元，同比增长19.7%。2020年拟每10股派发现金红利192.93元（含税），股息率0.93%。

**期间费用下降及毛利率上升贡献利润。**2020Q4考虑到公司预收账款（合同负债+其他流动负债）后的实际销售收入同比增长21.53%，预收账款增加较多，主要系元旦节前公司计划通过增加发货量稳定市场。2020Q4净利润增速较快主要是毛利率提升以及期间费用率下降有关。2020Q4公司三项费用率稳定，销售费用率下降1.15pct达到2.68%，管理费用率下降0.12pct至7.88%，财务费用率下降0.3pct至-0.28%。毛利率91.61%同比增加0.77pct。

**直营继续放量，渠道进一步完善。**2020Q4公司直营渠道销售占比为16.92%，基本与2019Q4直营水平相当。此前茅台曾公开表示2020Q4将加大直营渠道投放量，从绝对量来说，以茅台出厂价粗略计算，2020Q4直营渠道放量约2000吨，略低于市场预期。全年直营渠道收入132.40亿元，同比大幅增长82.65%。占比提高5.46pct至13.96%，预计公司未来增量将用于支持直营渠道，进一步提升直营占比。

**十四五保持稳定增长，中长期确定性强。**公司2020年营收及利润均保持双位数增长，顺利完成经营目标，十三五规划圆满达成。2021年经营目标为营收同比增长10.5%，这一增速基本与茅台2021年产量增速相一致，考虑到非标产品年内提价因素，预计收入超过经营目标可能性较大。公司通过优化产品结构，完善渠道分布，对业绩进行双驱动。中长期看，公司品牌力增强，基酒产能扩充，十四五期间有望保持高增长态势。我们预计2021年公司实现EPS 41.98元，当前股价对应估值48倍，考虑到公司长期业绩的稳定性和成长空间，给与52倍目标估值，目标价2183元，给与强烈推荐评级。

**风险提示：**宏观经济出现大幅波动，消费出现大幅下滑，公司管理层出现重大管理瑕疵等。

## 财务指标预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	88854	97993	109140	124395	143259
增长率（%）	15.1%	10.3%	11.4%	14.0%	15.2%
归母净利润（百万元）	41206	46697	52736	60491	69927
增长率（%）	17.1%	13.3%	12.9%	14.7%	15.6%
净资产收益率（%）	30.3%	28.9%	26.8%	24.8%	23.7%
每股收益（元）	32.80	37.17	41.98	48.15	55.67
PE	61	54	48	42	36
PB	18.56	15.64	12.84	10.35	8.55

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

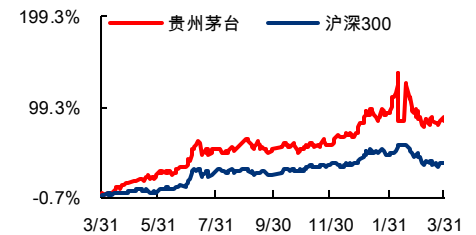
## 未来3-6个月重大事项提示：

2020年分红政策：以2020年年末总股本125,619.78万股为基数，对公司全体股东每10股派发现金红利192.93元（含税）。

## 交易数据

52周股价区间（元）	2,601.0-1,090.26
总市值（亿元）	25,237.01
流通市值（亿元）	25,237.01
总股本/流通A股（万股）	125,620/125,620
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.29

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

## 分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

## 研究助理：韦香怡

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	159024	185652	230597	341083	391503	营业收入	88854	97993	109140	124395	143259
货币资金	13252	36091	79639	190068	236141	营业成本	7430	8154	8721	9330	10458
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	12733	13887	15280	17291	19985
其他应收款	77	34	85	100	116	营业费用	3279	2548	2729	3172	3617
预付款项	1549	898	1422	1329	2922	管理费用	6168	6790	7094	8352	9465
存货	25285	28869	30278	30673	32950	财务费用	7	-235	-114	-174	-144
其他流动资产	21	27	1	-106	-180	研发费用	49	50	40	46	46
非流动资产合计	24018	27744	22263	20722	19100	资产减值损失	0.00	0.00	0.43	0.14	0.19
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-14.02	4.90	-3.04	-4.05	-0.73
固定资产	15144	16225	13733	12508	10985	投资净收益	0.00	0.31	0.10	0.14	0.18
无形资产	4728	4817	4637	4561	4466	加：其他收益	18.77	13.14	13.85	15.25	14.08
其他非流动资产	0	334	0	0	0	营业利润	59041	66635	75401	86389	99845
资产总计	183042	213396	252860	361806	410602	营业外收入	9.45	11.05	10.71	10.40	10.72
流动负债合计	41093	45674	49771	52054	54944	营业外支出	268.39	449.19	414.86	377.48	413.84
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	58783	66197	74996	86022	99442
应付账款	1514	1342	1553	1588	2063	所得税	14813	16674	18894	21670	25052
预收款项	13740	0	109	731	1161	净利润	43970	49523	56102	64353	74391
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	2764	2826	3366	3861	4463
非流动负债合计	73	1	0	0	0	归属母公司净利润	41206	46697	52736	60491	69927
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
负债合计	41166	45675	49771	52054	54944	成长能力					
少数股东权益	5866	6398	9764	13625	18089	营业收入增长	15.10%	10.29%	11.38%	13.98%	15.16%
实收资本(或股本)	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	14.99%	12.86%	13.15%	14.57%	15.58%
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利	17.05%	13.33%	12.93%	14.71%	15.60%
未分配利润	115892	137594	169678	212442	258431	获利能力					
归属母公司股东权	136010	161323	196519	243918	295264	毛利率(%)	91.64%	91.68%	92.01%	92.50%	92.70%
负债和所有者权益	183042	213396	256054	309597	368297	净利率(%)	49.49%	50.54%	51.40%	51.73%	51.93%
现金流量表						单位:百万元					
						总资产净利润(%)	22.51%	21.88%	20.86%	16.72%	17.03%
						ROE(%)	30.30%	28.95%	26.84%	24.80%	23.68%
						偿债能力					
经营活动现金流	45211	51669	61846	66777	75085	资产负债率(%)	22%	21%	19%	17%	15%
净利润	43970	49523	56102	64353	74391	流动比率	3.87	4.06	4.63	6.55	7.13
折旧摊销	5877.91	6013.13	1713.24	1864.81	1976.68	速动比率	3.25	3.43	4.02	5.96	6.53
财务费用	7	-235	-114	-174	-144	营运能力					
应收账款减少	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.49	0.46	0.44	0.42
预收帐款增加	0	-13740	109	622	430	应收账款周转率	-	-	-	-	-
投资活动现金流	-3166	-1805	-870	-2521	-1722	应付账款周转率	66.01	68.62	75.39	79.20	78.48
公允价值变动收益	-14	5	-3	-4	-1	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	32.80	37.17	41.98	48.15	55.67
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最	18.12	20.49	34.67	40.87	43.72
筹资活动现金流	-19284	-24128	-17429	-12920	-18440	每股净资产(最新	108.27	128.42	156.44	194.17	235.05
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	61.25	54.05	47.86	41.72	36.09
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	18.56	15.64	12.84	10.35	8.55
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	38.67	34.35	31.70	26.46	22.47
现金净增加额	22761	25736	43547	51336	54924						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	贵州茅台（600519）：直营占比继续提升，龙头业绩稳健增长	2020-07-30
行业普通报告	食品饮料行业周观点：成本上涨下，关注成本可传导行业	2021-03-30
行业普通报告	20210322 东兴食饮周报：消费逐渐回暖，餐饮恢复利好调味品、酒类消费	2021-03-22
行业普通报告	食品饮料行业周观点：Q1 业绩预期不断上修，基本面信心较强	2021-03-16
行业普通报告	20210308 东兴食饮周报：后经济增长周期下，食品饮料景气有望提升	2021-03-09
行业普通报告	20210228 东兴食饮周报：高端白酒批价上挺，白酒基本面景气继续向上	2021-03-03
行业深度报告	食品饮料行业报告：奶粉系列报告（一）：国产婴配粉何以崛起--从政策和产品的角度	2021-02-04
行业深度报告	食品饮料行业报告：站在 DCF 的角度思考白酒的估值空间	2020-08-11
行业深度报告	食品饮料 2020 年中期策略：风宜长物放眼量	2020-08-06

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

### 王洁婷

美国俄亥俄州立大学本科，普渡大学硕士，4年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 研究助理简介

### 韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526