

迈步十四五，扎实推进品牌顶层设计、结构升级

——贵州茅台（600519）年报点评

核心观点：

- **事件** 2020 全年公司实现营业总收入 979.93 亿元，同比增长 10.29%，营业收入 949.15 亿元，同比增长 11.10%；实现归母净利润 466.97 亿元，同比增长 13.33%，扣非归母净利润 470.16 亿元，同比增长 13.55%。
- **公司总体增长稳健，销量微降仍然圆满完成经营目标，利润增速高于收入增速** 2020 全年公司实现酒类销售量 6.41 万吨，同比-0.91%。对比前期公司披露经营核算数据收入、净利均 10%的预计，收入增速基本符合，净利润增速高出 3 个百分点。
- **二三季度略受疫情影响，四季度明显恢复，Q4 利润增速高于收入增速 6.61PCT** 从单季度数据来看，20Q1-4 公司营业收入分别为 244.05、195.47、232.62、277.00 亿元，同比增速分别为 12.76、9.55、8.46、13.09%；归母净利润分别为 130.94、95.08、112.25、128.70 亿元，同比增速分别为 16.69、8.92、6.87、19.70%。
- **2020 全年直销渠道增长显著，直销渠道快速放量对公司毛利率提升贡献明显** 2020 全年，公司直销、批发代理分别实现销售收入 132.40、815.82 亿元，同比增速 82.66、4.46%，同期销售量增速为 48.28、-3.02%，直销渠道占整体收入比例快速提升 5.47 个百分点至 13.96%。直销、批发代理渠道毛利率分别为 95.62、90.80%，同比变动 0.61、-0.23PCT。
- **加强品牌顶层设计，做优做强品牌文化** “十四五”规划期间，贵州茅台将坚持稳中求进，聚主业、调结构、强配套、构生态为发展思路，筑牢“质量、安全、环保”三条生命线，推进品质茅台、绿色茅台、活力茅台、文化茅台和阳光茅台建设，巩固茅台酒世界蒸馏酒第一品牌地位。
- **投资建议** 预计公司 2021-2023 年度营业收入分别为 1116.05、1280.66、1480.83 亿元，同比增长 13.89、14.75、15.63%，归母净利润 541.58、626.28、729.43 亿元，同比增长 15.98、15.64、16.47%，对应 2021-2023 年 EPS 为 43.11、49.86、58.07 元，目前价格对应 PE 倍数为 47、41、35，“推荐”评级。
- **风险提示** 食品安全的风险；下游需求疲软的风险；直营投放不及预期的风险。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	97,993.24	111,604.50	128,066.17	148,082.91
收入增长率%	10.29%	13.89%	14.75%	15.63%
净利润（百万元）	46,697.29	54,157.78	62,628.06	72,942.90
净利润增长率%	13.33%	15.98%	15.64%	16.47%
EPS(元)	37.17	43.11	49.86	58.07
PE	54	47	40	35

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

贵州茅台（600519.SH）

推荐 维持评级

分析师

周颖

☎：010-80927635

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

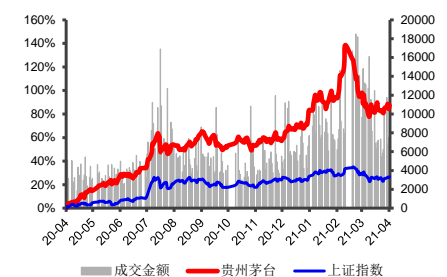
分析师登记编码：S0130511090001

市场数据

2021-03-31

A 股收盘价(元)	2009.00
A 股一年内最高价(元)	2627.88
A 股一年内最低价(元)	1900.18
上证指数	3,441.91
市盈率	54.04
总股本（百万股）	1256.20
实际流通 A 股(百万股)	1256.20
限售的流通 A 股(百万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	25237.01

相对上证表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

目 录

一、事件	1
二、我们的观点.....	1
(一) Q4 单季收入 13%，利润增速近 20%.....	1
(二) 现金流量比例指标回升，下游需求高景气	1
(三) 2020 全年直销增长显著，“六稳”贯穿 2021 营销体系	1
(四) 毛利率、净利率稳中微增	2
三、投资建议.....	2
四、风险提示.....	2
五、附录	3

一、事件

贵州茅台发布 2020 年报。2020 全年公司实现营业总收入 979.93 亿元，同比增长 10.29%，营业收入 949.15 亿元，同比增长 11.10%；实现归母净利润 466.97 亿元，同比增长 13.33%，扣非归母净利润 470.16 亿元，同比增长 13.55%。

二、我们的观点

（一）Q4 单季收入 13%，利润增速近 20%

公司总体增长稳健，销量微降仍然圆满完成经营目标，利润增速高于收入增速。2020 全年公司实现酒类销售量 6.41 万吨，同比-0.91%。对比前期公司披露经营核算数据收入、净利润均 10%的预计，收入增速基本符合，净利润增速高出 3 个百分点。

二三季度略受疫情影响，四季度明显恢复，Q4 利润增速高于收入增速 6.61PCT。从单季度数据来看，20Q1-4 公司营业收入分别为 244.05、195.47、232.62、277.00 亿元，同比增速分别为 12.76、9.55、8.46、13.09%；归母净利润分别为 130.94、95.08、112.25、128.70 亿元，同比增速分别为 16.69、8.92、6.87、19.70%。

2020 全年全年茅台酒、其他系列酒收入分别为 848.31、99.91 亿元，同比增长 11.91、4.70%；毛利率分别为 93.99、70.14%，同比变动 0.21、-2.06PCT。

基酒产量稳中有升，技改项目有序推进。2020 全年公司生产基酒 7.52 万吨，同比增长 0.15%，其中茅台酒基酒 5.02 万吨，同比增长 0.63%。“十三五”茅台酒技改项目全面完成投产，新增茅台酒基酒设计产能 4,032 吨；3 万吨酱香系列酒技改项目有序推进，新增系列酒基酒设计产能 4,015 吨。

（二）现金流量比例指标回升，下游需求高景气

20Q4 合同负债 133.22 亿元，环比增加 39.11 亿元，同比略降-3.05%；公司 Q4 收到销售回款 356.76 亿元，经营性现金流量净额为 265.58 亿元，经营性现金流量净额/净利润的比例从 20Q3 的 104.75%提升至 20Q4 的 194.24%，19Q4 该比例为 154.83%，与下游需求的高景气具相当一致性。

（三）2020 全年直销增长显著，“六稳”贯穿 2021 营销体系

在渠道方面，2020 全年直销渠道增长显著。2020 全年，公司直销、批发代理分别实现销售收入 132.40、815.82 亿元，同比增速 82.66、4.46%，同期销售量增速为 48.28、-3.02%，直销渠道占整体收入比例快速提升 5.47 个百分点至 13.96%。直销、批发代理渠道毛利率分别为 95.62、90.80%，同比变动 0.61、-0.23PCT。直销渠道快速放量对公司毛利率提升贡献明显。

经销商方面，为进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力，公司清理和淘汰了部分

酱香系列酒经销商，2020 年度酱香系列酒经销商减少 301 家，新增 15 家左右；其他经销商减少 45 家。

2021 年“稳”字当头，贯穿茅台营销体系。2021 是公司十四五规划的开局之年，贵州茅台将围绕力争将茅台打造成省内首家世界 500 强企业战略目标，坚持把高质量发展要求贯彻生产管理、市场营销全过程。从 2020 年茅台酒市场的“稳中趋优”，到布局 2021 年的“稳”字当头，稳字贯穿茅台营销体系。茅台的“六稳”——以基础稳、品质稳、政策稳，推动市场稳、价格稳、发展稳：除了继续为市场和消费者提供品质过硬产品，茅台将保持合同签订政策的连续性，适度调整优化产品销售政策；以稳定市场为导向，科学统筹计划，把握投放节奏，促进市场平衡。

（四）毛利率、净利率稳中微增

公司毛利率和净利率在高基数上继续稳步提升，盈利能力强。2020 全年公司毛利率为 91.41%，同比提升 0.11PCT，主要来自于茅台酒的量、利提升。2020 全年公司销售费率 2.68%，同比下降 1.15PCT，受疫情影响，公司营销投放有所收敛，前三季度销售费用率均同比下降，第四季度微增；管理+研发费率 7.15%，同比微降 0.07PCT，延续了 2016 年以来的持续小幅下降节奏。毛利率的提升和期间费率的下降带动公司净利率同比提升 0.71PCT 至 52.18%。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年度营业收入分别为 1116.05、1280.66、1480.83 亿元，同比增长 13.89、14.75、15.63%，归母净利润 541.58、626.28、729.43 亿元，同比增长 15.98、15.64、16.47%，对应 2021-2023 年 EPS 为 43.11、49.86、58.07 元，目前价格对应 PE 倍数为 47、41、35，“推荐”评级。

四、风险提示

食品安全的风险；下游需求疲软的风险；直营投放不及预期的风险。

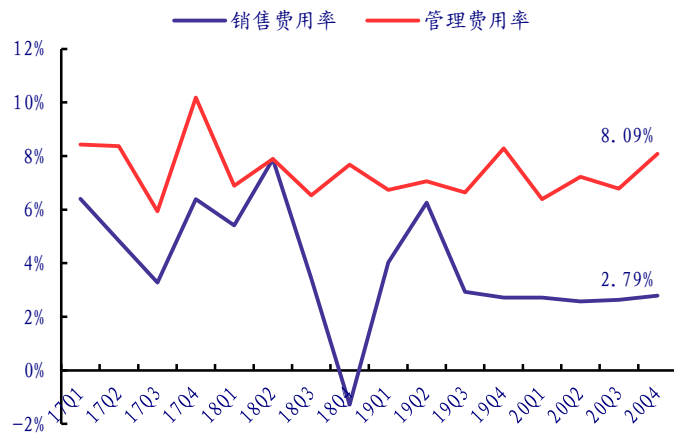
五、附录

表 1: 公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	77,199.38	88,854.34	97,993.24	111,604.50	128,066.17	148,082.91
营业收入增长率	26.43%	15.10%	10.29%	13.89%	14.75%	15.63%
归属净利润 (百万元)	35,203.63	41,206.47	46,697.29	54,157.78	62,628.06	72,942.90
净利润增长率	30.00%	17.05%	13.33%	15.98%	15.64%	16.47%
EPS (元) (摊薄)	28.02	32.80	37.17	43.11	49.86	58.07
P/E	72	61	54	47	40	35

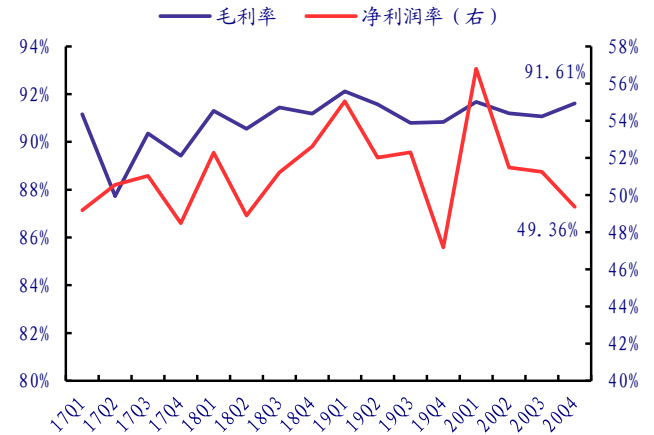
资料来源: 公司定期财务报告, 中国银河证券研究院 (PE 对应 2021 年 3 月 31 收盘价)

图 1: 公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动



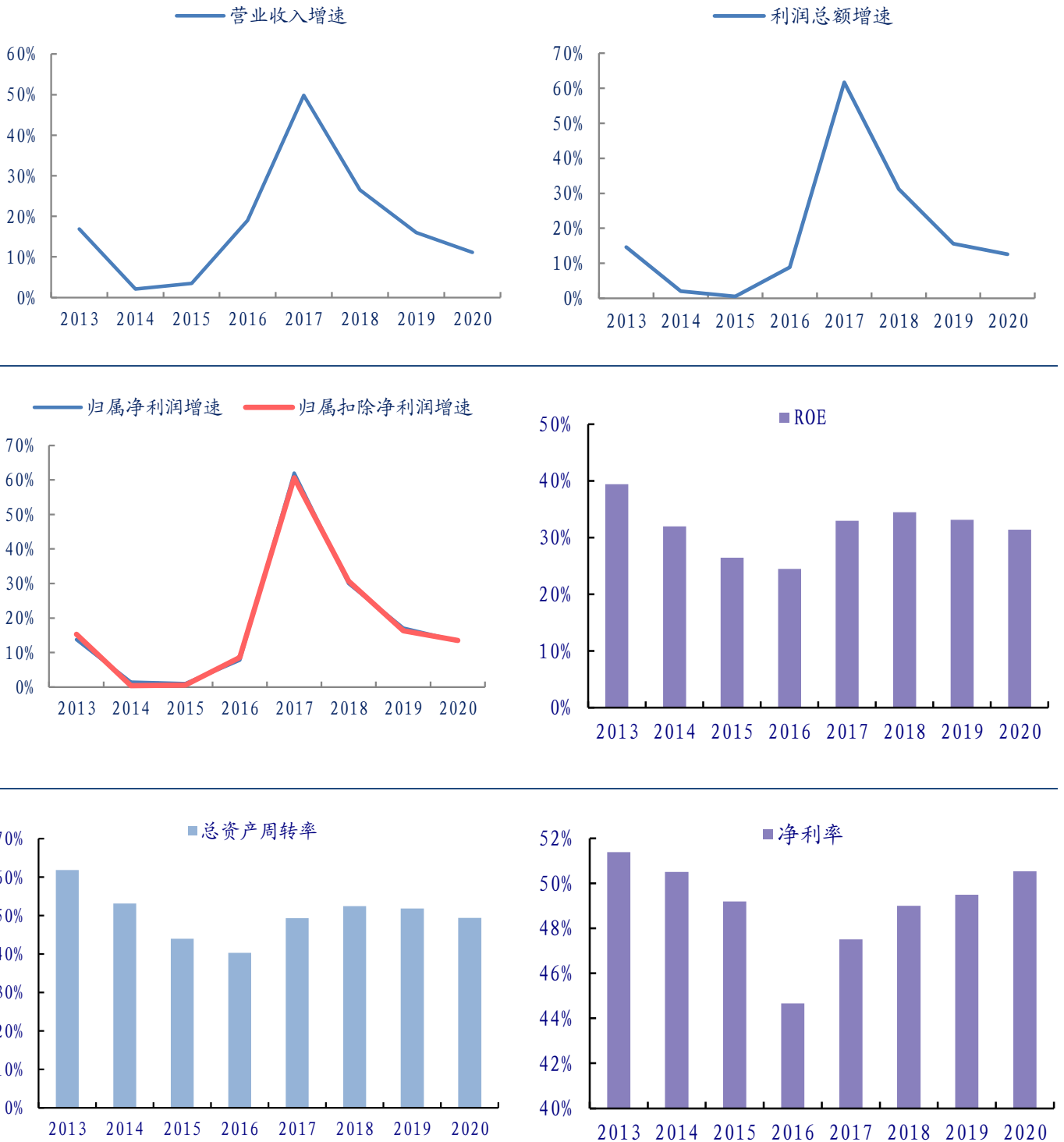
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (四季度单季)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，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的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn