

贵州茅台 (600519.SH)

业绩稳健增长，长期确定性高

投资要点

事件描述: 2021年3月30日，公司发布2020年年度报告，公司2020年实现营业收入979.93亿元，同比增长10.29%；归母净利润466.97亿元，同比增长13.33%；扣非净利润470.16亿元，同比增长13.55%；EPS为37.17元/股。

◆ **茅台酒收入稳健增长，吨价提升推动业务上行。**2020年茅台酒收入为848.31亿元，同比增长11.91%，保持双位数增速增长，主要因为吨价提升（2020年茅台酒吨价247.2万元，同比增长12.7%），吨价的提升来自公司直销渠道投放加大。系列酒收入为99.91亿元，同比增长4.70%，增速放缓主要因为过去几年增速上涨较快，公司通过逐步控制销量使增速下行。

◆ **基酒产能稳步提升。**2020年茅台酒基酒产量为5.02万吨，同比增长0.63%；系列酒产量为2.49万吨，同比下滑0.78%。随着茅台酒技改项目投产和3万吨酱香系列酒技改项目持续推进，新增茅台酒基酒设计产能4032吨、系列酒基酒设计产能4015吨，实际产能将逐步释放。

◆ **公司渠道结构逐步完善，营销体制改革进一步深化。**2020年公司直销收入为132.40亿元，同比增加82.66%；收入占比提升至13.96%，同比上行5.74pct。整体来看，公司大幅加强直销渠道建设，进一步加强渠道管控。经销商方面，2020年公司为进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力，公司对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰，报告期内经销商减少数量346个，促进的营销体制改革进一步深化。

◆ **“十四五”规划逐步推进，未来业绩确定性强。**公司通过“茅台酒+系列酒双轮驱动战略”圆满完成“十三五”规划中的目标。公司2015-2020年收入从334.46亿元上涨至979.93亿元，CAGR约24%。未来公司将逐步推进“十四五规划”任务进程，公司将巩固深化营销体制改革成果，加强渠道建设和管控，持续强化经销商管理，积极关注库存紧张及终端价格高等问题。公司2020年年报披露2021年实现营业收入较上年增长10.5%左右。

◆ **投资建议:** 短期来看，终端市场茅台酒动销持续处于供不应求态势，春糖会持续催化酱酒热，公司具备较强的确定性。长期来看，公司随着未来茅台酒及系列酒扩产项目的推进，产能将逐步上行，叠加渠道管控持续改善，直销渠道占比逐步加大，预计未来茅台的业绩仍将稳步上行。我们预计公司2021-2023年EPS分别为42.84元、48.35元、54.42元，对应PE分别为48倍、42倍、38倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险；食品安全问题；产品销售不及预期。

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	889	980	1,098	1,231	1,382
YoY(%)	15.1	10.3	12.1	12.1	12.2
净利润(亿元)	412	467	538	607	684
YoY(%)	17.1	13.3	15.2	12.9	12.6
毛利率(%)	91.6	91.7	91.7	91.8	91.9
EPS(摊薄/元)	32.80	37.17	42.84	48.35	54.42
ROE(%)	30.3	28.9	28.9	28.1	27.5
P/E(倍)	62.8	55.4	48.1	42.6	37.9
P/B(倍)	19.0	16.0	13.9	12.0	10.4
净利率(%)	46.4	47.7	49.0	49.3	49.5

资料来源: Wind, 万和证券研究所

投资评级

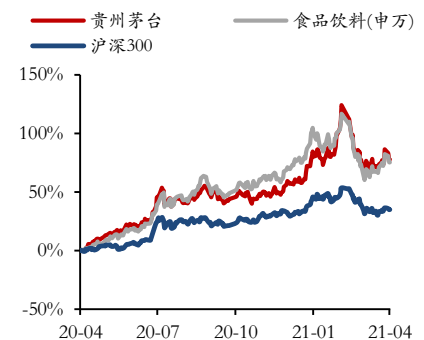
买入

首次评级

基本数据 (2021-04-07)

所属行业	食品饮料 白酒
股价(元)	2061.00
总市值(亿元)	25890.24
流通市值(亿元)	25890.24
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
12个月价格区间(元)	1147.96/2627.88

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	4.73	3.94	45.49
绝对收益	1.38	-1.86	82.93

资料来源: Wind, 万和证券研究所

作者

沈彦东 分析师
 SAC 执业证书: S0380519100001
 联系电话: 0755-82830333 (197)
 邮箱: shenyd@wanhesec.com

张桥 研究助理
 联系电话: 0755-82830333 (137)
 邮箱: zhangqiao@wanhesec.com

相关报告



正文目录

一、多方因素推动业绩平稳上行	3
(一) 吨价提升推动业务上行, 渠道结构逐步完善	3
(二) 毛利率保持较高水平, 盈利能力稳定提升	4
(三) 存货周转率稳定上行, ROE 有所下滑	5
二、盈利预测和投资建议	6
(一) 收入预测及假设	6
(二) 投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级	7
风险提示	7

图表目录

图 1 2016-2020 年贵州茅台营业收入及增速 (亿元, %)	3
图 2 2016-2020 年贵州茅台归母净利润及增速 (亿元, %)	3
图 3 2018-2020 年贵州茅台各业务增速 (%)	4
图 4 2018-2020 年贵州茅台各业务收入占比 (%)	4
图 5 2016-2020 年贵州茅台毛利率 (%)	4
图 6 2016-2020 年贵州茅台净利率 (%)	4
图 7 2016-2020 年贵州茅台销售费用率、管理费用率、财务费用率 (%)	4
图 8 2016-2020 年贵州茅台期间费用率 (%)	5
图 9 2018-2020 年贵州茅台研发费用率 (%)	5
图 10 2016-2020 年贵州茅台 ROE (%)	5
图 11 2016-2020 年贵州茅台 ROIC (%)	5
图 12 2016-2020 年贵州茅台存货周转率 (%)	5
表 1 贵州茅台主营业务收入假设表	6

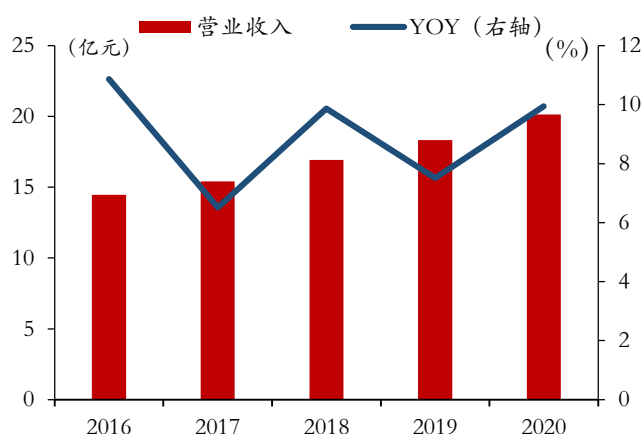
一、多方因素推动业绩平稳上行

贵州茅台是国内白酒行业的标志性企业，前身为贵州省茅台镇三家酿酒烧坊合并组建的国营茅台酒厂，于 2001 年在上海证券交易所上市。公司聚焦高端价格带白酒，产品线主要为茅台酒及系列酒，其中旗下大单品飞天茅台为主要收入来源，大单品的销售长期处于市场供不应求的态势。公司品牌价值保持国内白酒市场领先地位。

(一) 吨价提升推动业务上行，渠道结构逐步完善

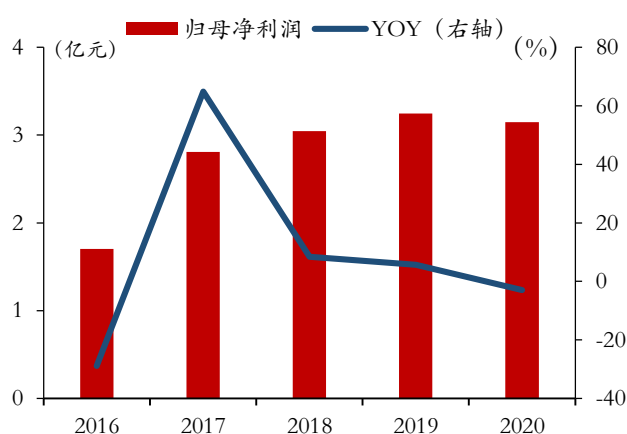
公司 2020 年实现营业总收入 979.93 亿元，同比增长 10.29%；归母净利润 466.97 亿元，同比增长 13.33%；扣非净利润 470.16 亿元，同比增长 13.55%；EPS 为 37.17 元/股。2020 年上半年虽然受到疫情影响，但是公司在春节前针对送礼消费场景进行销售，使节后库存积压影响较小。随着疫情恢复，叠加茅台酒自身的稀缺性及刚需性，市场呈现供不应求的态势。公司持续受益白酒龙头地位，以及高品牌力加持，2020 年业绩增速保持两位数上涨态势。

图 1 2016-2020 年贵州茅台营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 2 2016-2020 年贵州茅台归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

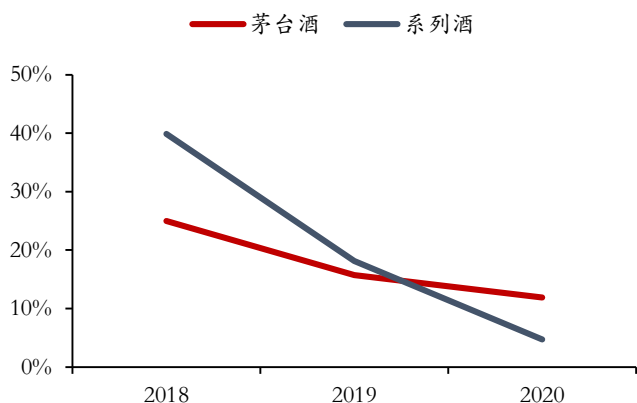
茅台酒收入稳健增长，吨价提升推动业务上行。2020 年茅台酒收入为 848.31 亿元，同比增长 11.91%。茅台酒保持双位数增速增长，主要因为吨价提升 (2020 年茅台酒吨价位 247.2 万元，同比增长 12.7%)，而吨价的提升是来自公司直销渠道投放加大。系列酒收入为 99.91 亿元，同比增长 4.70%；吨价方面，系列酒吨价为 33.59 万元，同比增长 5.9%。系列酒增速放缓，主要因为过去几年增速上涨较快，公司通过逐步控制销量使增速下行。

基酒产能稳步提升。2020 年茅台酒基酒产量为 5.02 万吨，同比增长 0.63%；系列酒产量为 2.49 万吨，同比下滑 0.78%。随着茅台酒技改项目投产和 3 万吨酱香系列酒技改项目持续推进，新增茅台酒基酒设计产能 4032 吨、系列酒基酒设计产能 4015 吨，实际产能将逐步释放。

公司渠道结构逐步完善，营销体制改革进一步深化。2020 年公司直销收入为 132.40 亿元，同比增加 82.66%；收入占比提升至 13.96%，同比上行 5.74pct；销售量达到 3932.08 吨，较上年同期增加 1280.24 吨，同比增长 48.28%。其中，2020 年四季度直销渠道收入为 48.07 亿元，占比达 17.35%。整体来看，公司大幅加强直销渠道建设，从而调整渠道结构，进一步加强渠道管控，同时促进吨价提升推动业绩上行。**经销商方面**，2020 年公司为进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力，公司对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰，

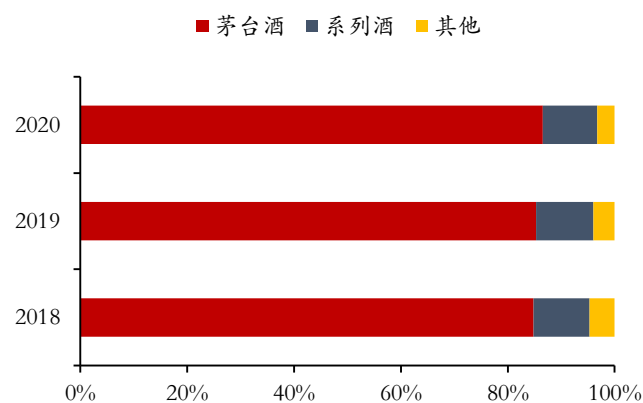
报告期内经销商减少数量 346 个（其中，酱香系列酒经销商减少 301 个，茅台酒经销商 45 家），促进的营销体制改革进一步深化。

图 3 2018-2020 年贵州茅台各业务增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 4 2018-2020 年贵州茅台各业务收入占比 (%)

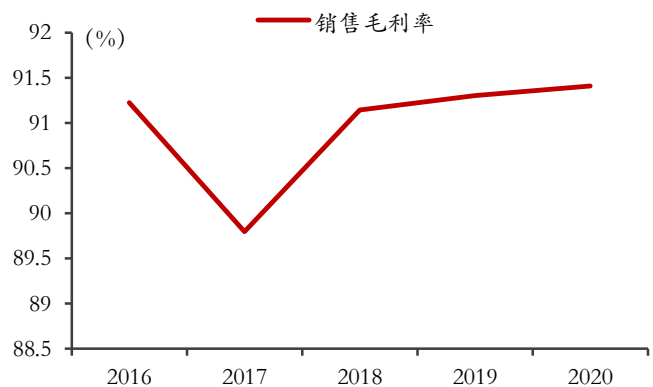


资料来源：Wind，万和证券研究所

(二) 毛利率保持较高水平，盈利能力稳定提升

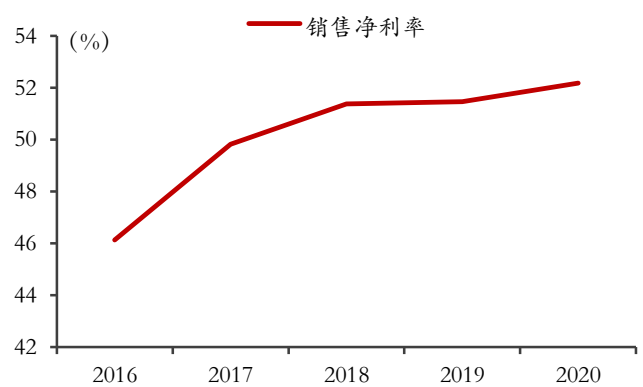
公司 2020 年毛利率为 91.41%，同比增加 0.11pct，保持近几年近 91% 的平稳水平。分品类看，茅台酒销售毛利率 93.99%，同比增加 0.21pct；其他系列酒毛利率为 70.14%，同比减少 2.06pct。茅台酒毛利率保持在近 94%，终端销售依旧保持供不应求态势。系列酒毛利率下降主要因为公司控制销量所致（2020 年系列酒销量为 2.97 万吨，同比下降 1.13%）。净利率方面，2020 年公司净利率为 52.18%，同比增长 0.71pct，盈利能力稳定提升。

图 5 2016-2020 年贵州茅台毛利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

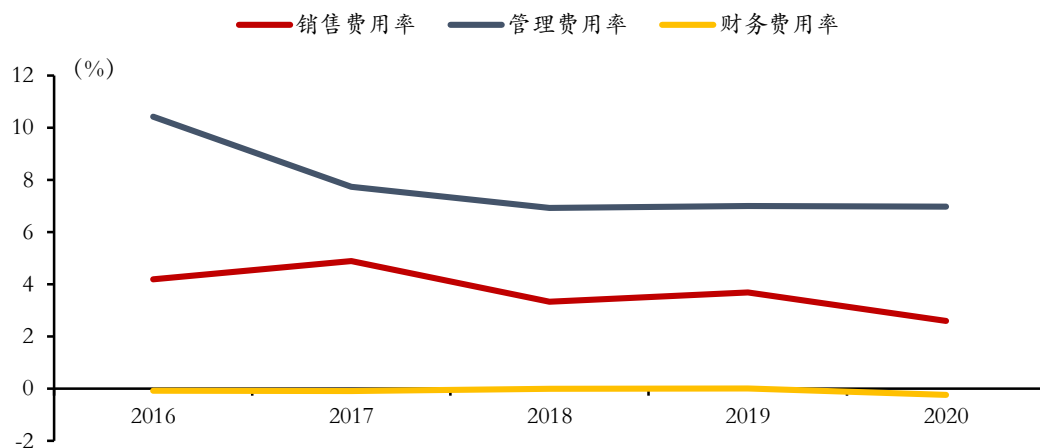
图 6 2016-2020 年贵州茅台净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

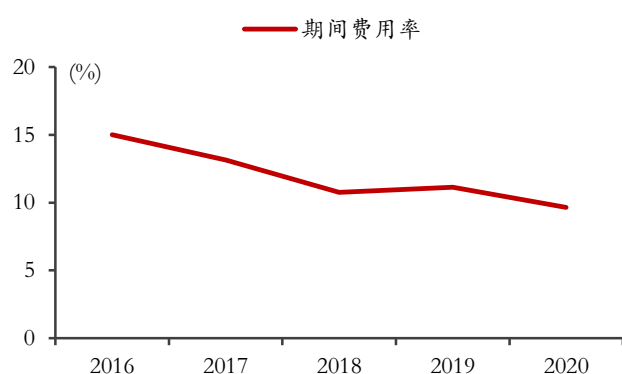
费用方面，销售费用率为 2.60%，同比减少 1.09pct，主要因为受新会计准则影响，运输费用计入营业成本。去除会计准则影响，销售费用率为 2.9%，同比减少 0.8pct，主要原因终端广告宣传投放减少。管理费用率为 6.98%，同比减少 0.01pct，基本保持相同水平。研发费用率为 0.05%，基本与上年同期持平。财务费用率为 -0.24%，主要因为报告期银行存款利息收入增加所致。

图 7 2016-2020 年贵州茅台销售费用率、管理费用率、财务费用率 (%)



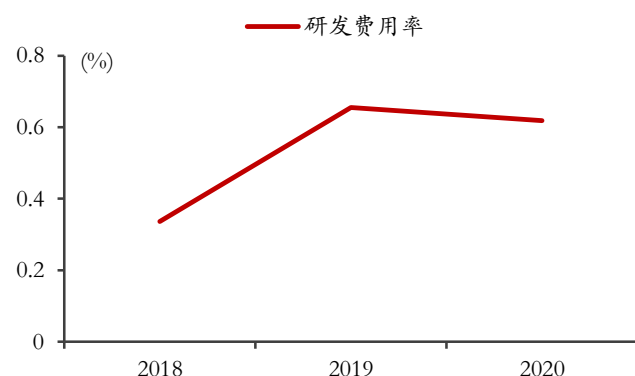
资料来源：Wind，万和证券研究所

图8 2016-2020年贵州茅台期间费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图9 2018-2020年贵州茅台研发费用率 (%)

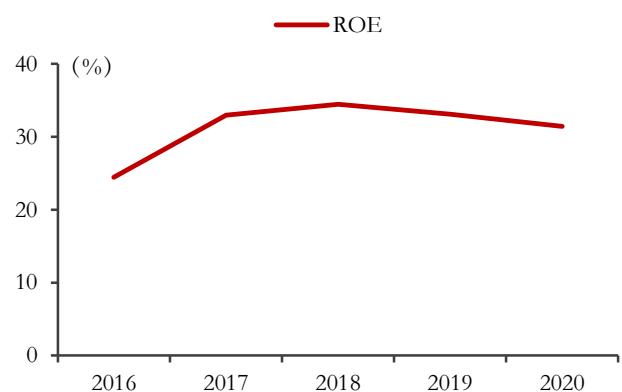


资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）存货周转率稳定上行，ROE 有所下滑

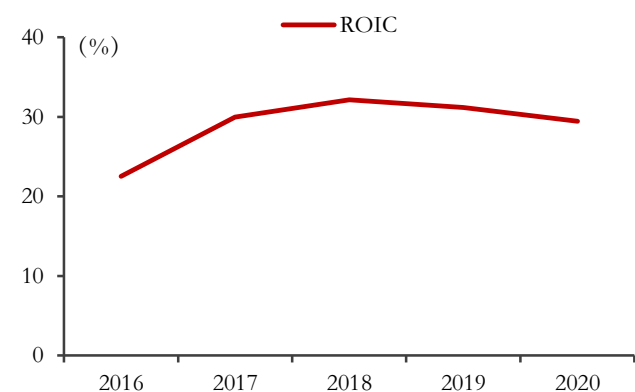
公司2020年ROE为31.41%，较上年同期下降1.71pct；ROIC为29.45%，较上年同期下降1.74pct，自2018年开始呈现缓慢下行态势。存货周转率上行至3.97次，同比上行21.78%，近几年保持稳定攀升态势。

图10 2016-2020年贵州茅台ROE (%)



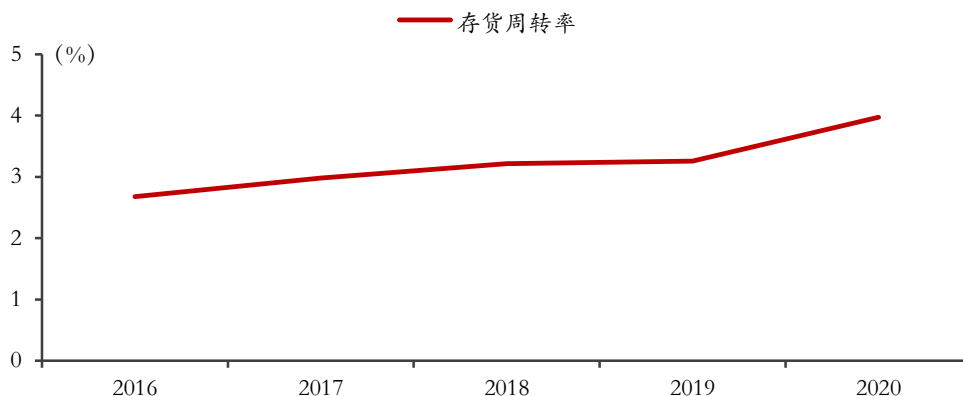
资料来源：Wind，万和证券研究所

图11 2016-2020年贵州茅台ROIC (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图12 2016-2020年贵州茅台存货周转率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

二、盈利预测和投资建议

(一) 收入预测及假设

我们对公司 2021-2023 年业务收入假设如下：

1、茅台酒业务：现阶段茅台酒价格稳定并保持较高水平，终端长期处于供不应求态势。随着价格逐步攀升，叠加产品本身的刚需性和稀缺性，预计茅台酒将长期受益品牌红利。预计公司 2021-2023 年茅台酒业务收入增速均为 13.00%，未来三年毛利率保持 94.00% 左右。

2、系列酒业务：系列酒前几年增速较快，2020 年公司有所控制其增速水平。随着茅台酒量价齐升的带动效应，以及春糖会的催化，预计系列酒未来增速会有所恢复。预计公司 2021-2023 年系列酒业务收入增速均为 8.00%，2021 年毛利率保持 70% 左右水平。

表 1 贵州茅台主营业务收入假设表

分类		2019	2020	2021E	2022E	2023E
茅台酒	营业收入 (亿元)	758.02	848.31	958.59	1083.21	1224.02
	同比增长	15.75%	11.91%	13.00%	13.00%	13.00%
	毛利率	93.78%	93.99%	94.00%	94.00%	94.00%
	毛利 (亿元)	710.87	797.33	901.07	1018.21	1150.58
系列酒	营业收入 (亿元)	95.42	99.91	107.90	116.54	125.86
	同比增长	18.14%	4.70%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	72.20%	70.14%	70.00%	70.00%	70.00%
	毛利 (亿元)	68.89	70.08	75.53	81.57	88.10
其他	营业收入 (亿元)	35.10	31.71	31.71	31.71	31.71
	同比增长	-3.44%	-9.65%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	98.14%	97.77%	97.00%	97.00%	97.00%
	毛利 (亿元)	34.45	31.00	30.76	30.76	30.76
合计	营业收入 (亿元)	888.54	979.93	1098.20	1231.45	1381.59
	同比增长	15.10%	10.29%	12.07%	12.13%	12.19%
	毛利率	91.30%	91.41%	91.73%	91.81%	91.88%
	毛利 (亿元)	811.24	895.75	1007.37	1130.55	1269.44

资料来源：Wind，万和证券研究所

(二) 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

“十四五”规划逐步推进，未来业绩确定性强。公司通过“茅台酒+系列酒双轮驱动战略”圆满完成“十三五”规划中的目标。公司收入从2015年的334.46亿元上涨至2020年的979.93亿元，年复合增速约24%；净利润从2015年的164.55亿元增长至2020年的495.23亿元，年复合增速约25%。其中茅台酒、系列酒收入年复合增速分别达21.9%、55.2%，保持较高增速增长。未来公司将逐步推进“十四五规划”任务进程，公司将巩固深化营销体制改革成果，加强渠道建设和管控，持续强化经销商管理，积极关注库存紧张及终端价格高等问题。公司2020年年报披露2021年实现营业收入较上年增长10.5%左右。

现阶段白酒行业依旧是以品牌为主导，不同价格带、不同香型的龙头酒企均有受益。短期来看，终端市场茅台酒动销持续处于供不应求态势，春糖会持续催化酱酒热，公司具备较强的确定性。长期来看，公司随着未来茅台酒及系列酒扩产项目的推进，产能将逐步上行，叠加渠道管控持续改善，直销渠道占比逐步加大，预计未来茅台的业绩仍将稳步上行。我们预计公司2021-2023年EPS分别为42.84元、48.35元、54.42元，对应PE分别为48倍、42倍、38倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险；食品安全问题；产品销售不及预期。

财务报表与财务指标

资产负债表(亿元)					利润表(亿元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1856.52	2170.02	2515.41	2914.41	营业收入	979.93	1098.21	1231.42	1381.53
现金	360.91	645.00	945.30	1306.36	营业成本	81.54	90.82	100.85	112.18
应收票据及应收账款					税金及附加	138.87	155.62	174.49	195.77
预付款项	15.67	16.05	19.52	20.40	销售费用	25.48	27.46	30.79	34.54
存货	8.98	12.21	13.01	15.66	管理费用	67.90	75.78	83.74	92.56
其他流动资产	288.69	314.49	355.31	389.72	研发费用	0.50	0.55	0.62	0.69
非流动资产	1182.26	1182.26	1182.26	1182.26	财务费用	-2.35	-4.18	-6.48	-9.22
长期投资	277.44	274.55	270.66	266.31	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	0.00	0.00	0.00	0.00	信用减值损失	-0.71	-0.20	-0.10	0.00
在建工程	162.25	156.96	151.32	145.33	公允价值变动收益	0.05	0.05	0.05	0.05
无形资产	24.47	27.71	30.74	33.60	投资净收益	0.00	0.31	0.31	0.31
其他非流动资产	48.17	47.35	46.23	45.11	其他收益	0.13	0.13	0.13	0.13
资产总计	11.53	11.53	11.53	11.53	营业利润	666.35	752.46	847.81	955.50
流动负债	2133.96	2444.56	2786.07	3180.72	营业外收入	0.11	10.52	10.52	10.52
短期借款	456.74	486.49	502.16	529.97	营业外支出	4.49	4.15	3.77	4.14
应付票据及应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	661.97	758.83	854.56	961.88
预收账款	13.42	17.36	16.26	20.51	所得税	166.74	191.15	215.26	242.30
其他流动负债	133.22	153.54	168.00	185.06	税后利润	495.23	567.68	639.29	719.58
非流动负债	277.53	277.53	277.53	277.53	少数股东损益	28.26	29.52	31.96	35.98
长期借款	0.01	0.01	0.01	0.01	归属母公司净利润	466.97	538.16	607.33	683.61
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	678.18	761.47	855.04	960.54
负债合计	0.01	0.01	0.01	0.01	主要财务比率				
少数股东权益	456.75	486.50	502.18	529.99		2020A	2021E	2022E	2023E
股本	63.98	93.50	125.46	161.44	成长能力				
资本公积	12.56	12.56	12.56	12.56	营业收入(%)	10.29	12.07	12.13	12.19
留存收益	13.75	13.85	13.78	13.79	营业利润(%)	12.86	12.92	12.67	12.70
归属母公司股东权益	1577.69	1838.15	2132.09	2462.94	归母净利润(%)	13.33	15.25	12.85	12.56
负债和股东权益总计	1613.23	1864.56	2158.43	2489.30	获利能力				
	2133.96	2444.56	2786.07	3180.72	毛利率(%)	91.68	91.73	91.81	91.88
					净利率(%)	47.65	49.00	49.32	49.48
					ROE(%)	28.95	28.86	28.14	27.46
					ROIC(%)	39.12	43.95	49.54	54.61
					偿债能力				
					资产负债率(%)	21.40	19.90	18.02	16.66
					流动比率	4.06	4.46	5.01	5.50
					速动比率	3.43	3.81	4.30	4.76
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.45	0.44	0.43
					应收账款周转率	1765.18	1800.00	1800.00	1788.24
					应付账款周转率	68.62	71.36	73.26	75.14
					估值比率				
					P/E	55.44	48.11	42.63	37.87
					P/B	16.05	13.89	11.99	10.40
					EV/EBITDA	36.51	33.22	29.27	25.72

资料来源: Wind, 万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>