

贵州茅台 (600519)

证券研究报告

2021年04月16日

高预期稳稳落地，长期价值颠扑不破

事件：茅台 2020 年营收符合预期，利润略超预期：公司 2020 年实现营收 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%。其中 20Q4 实现营收 277.00 亿元，同比增长 13.08%；归母净利润 128.70 亿元，同比增长 19.70%。公司 2021 年经营目标为营收同比增长 10.5%。

2020 年疫情背景下营收表现依然符合预期，2020Q4 预收环比大幅向上：2020Q4 预收账款（统计口径变更为合同负债与其他流动负债的总和）为 149.31 亿元，较 2020Q3 末增加 43.71 亿元，我们判断为经销商春节前备货积极提前打款额度较高。按照“季度营业收入+季度间预收账款变动”所体现出来的真实营收，2020Q4 真实营收同比增长为 17.82%，增长情况较好。公司直销收入占比进一步提升，2020 年占比 13.95%，较 2019 年提升 5.47pct，直销收入同比增长 83%。

公司 2020 年生产基酒 7.52 万吨，同比增长 0.15%；其中生产茅台酒基酒 5.02 万吨，同比增长 0.63%。在供不应求的背景下，公司在 2020 年积极扩充基酒产能，“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 4032 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 4015 吨。从购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金来看，2020 年 20.90 亿元，同比减少 33.63%，主要是支付基本建设工程款较上期少，公司计划 2021 年将完成 68.21 亿元的基本建设投资，较大幅度提升基建投入力度。

公司毛利率保持增长，2020Q4 利润同比增速超预期与 2019Q4 低基数有关。2020 年酒类毛利率 91.48%，同比增长 0.11pct，其中茅台酒毛利率 93.99%，同比增加 0.21pct，2020 年受疫情影响销售费用率下降 1.16pct 达到 2.68%，受益于毛利率的上涨以及销售费用率的减少，2020 年公司净利率 49.20%，同比增长 0.96pct。2020Q4 利润同比增速略超预期，我们分析主要系 2020Q4 毛利率同比提升 0.78pct，且 2019Q4 管理及财务费用率较高，带来 20Q4 净利率 2.57pct 的增长（2019Q4 净利率仅为 43.89%）。

盈利预测：我们认为目前高端白酒估值已然回归到合理水平，长期估值将以茅台 40X 为锚，茅台一季度回款同比增长情况良好，茅台的稀缺性和高壁垒已经成为共识，长期来看仍然是最优质最核心的标的，属于食品饮料板块的“诗和远方”。我们坚信公司依托品牌认可度的市场实力，营收维持前次预测，预计 2021-2023 年营收分别为 1131/1300/1491 亿元，看好公司产品结构升级带来的盈利能力上行，上调利润预测，预计 2021-2023 年实现净利润 546/635/744 亿元（21-22 年前值为 534/626 亿元），对应 EPS 为 43、51、59 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不达预期，疫情反复影响终端动销，渠道政策失误，败局限价政策出台，消费者因偶然事件失去品牌认可度，社会库存被大面积抛售。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854.34	97,993.24	113,104.36	129,962.99	149,070.44
增长率(%)	15.10	10.29	15.42	14.91	14.70
EBITDA(百万元)	60,463.19	67,926.64	78,870.66	91,315.68	106,515.93
净利润(百万元)	41,206.47	46,697.29	54,568.27	63,459.52	74,373.42
增长率(%)	17.05	13.33	16.86	16.29	17.20
EPS(元/股)	32.80	37.17	43.44	50.52	59.21
市盈率(P/E)	61.45	54.22	46.40	39.90	34.04
市净率(P/B)	18.62	15.70	13.53	11.60	9.94
市销率(P/S)	28.50	25.84	22.39	19.48	16.99
EV/EBITDA	24.43	36.45	30.58	26.71	22.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	2015.6 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股股本(百万股)	1,256.20
A 股总市值(百万元)	2,531,992.29
流通 A 股市值(百万元)	2,531,992.29
每股净资产(元)	128.42
资产负债率(%)	21.40
一年内最高/最低(元)	2627.88/1184.10

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
张东雪	联系人
zhangdongxue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《贵州茅台-公司点评:十三五计划完美收官，十四五规划行稳致远》2021-01-04
- 2 《贵州茅台-公司点评:直销放量奠定业绩基础，渠道改革更进一步》2020-11-21
- 3 《贵州茅台-季报点评:短期控量致业绩放缓，长期行稳致远动力不竭》2020-10-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	13,251.82	36,091.09	128,069.81	104,776.68	193,597.31
应收票据及应收账款	1,463.00	1,532.73	1,043.54	1,844.53	1,385.33
预付账款	1,549.48	898.44	1,782.27	1,227.75	1,980.55
存货	25,284.92	28,869.09	28,222.73	33,008.86	33,121.54
其他	117,475.26	118,260.81	79,121.79	104,985.78	100,764.94
流动资产合计	159,024.47	185,652.15	238,240.14	245,843.61	330,849.68
长期股权投资	0.00	0.00	50.00	80.00	105.00
固定资产	15,144.18	16,225.08	14,915.74	13,796.81	12,393.86
在建工程	2,518.94	2,447.44	2,540.65	2,311.17	2,316.17
无形资产	4,728.03	4,817.17	4,710.68	4,618.72	4,508.23
其他	1,578.00	1,300.92	1,344.93	1,387.43	1,324.03
非流动资产合计	23,969.15	24,790.62	23,561.99	22,194.13	20,647.29
资产总计	183,042.37	213,395.81	262,814.75	269,375.87	353,264.90
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,513.68	1,342.27	1,420.24	1,717.25	1,925.53
其他	39,579.62	44,331.40	64,157.09	35,194.68	77,665.23
流动负债合计	41,093.30	45,673.67	65,577.33	36,911.93	79,590.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	72.69	1.46	24.72	32.96	19.71
非流动负债合计	72.69	1.46	24.72	32.96	19.71
负债合计	41,165.99	45,675.13	65,602.04	36,944.89	79,610.47
少数股东权益	5,866.03	6,397.95	10,073.76	14,196.88	18,977.36
股本	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20
资本公积	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96
留存收益	133,863.00	159,144.29	185,882.74	216,977.90	253,420.88
其他	(483.81)	(452.72)	(1,374.96)	(1,374.96)	(1,374.96)
股东权益合计	141,876.38	167,720.68	197,212.70	232,430.99	273,654.43
负债和股东权益总	183,042.37	213,395.81	262,814.75	269,375.87	353,264.90

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	43,970.00	49,523.33	54,568.27	63,459.52	74,373.42
折旧摊销	1,243.48	1,316.87	1,527.30	1,548.81	1,551.25
财务费用	0.00	0.00	(927.21)	(1,315.16)	(1,685.27)
投资损失	0.00	(0.31)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(119,553.50)	19,049.17	59,273.65	(59,596.26)	46,543.54
其它	119,550.63	(18,220.00)	3,675.81	4,123.12	4,780.47
经营活动现金流	45,210.61	51,669.07	118,117.82	8,220.03	125,563.40
资本支出	2,849.55	2,476.09	231.41	130.21	81.06
长期投资	0.00	0.00	50.00	30.00	25.00
其他	(6,015.23)	(4,281.32)	1,404.34	(624.17)	(603.66)
投资活动现金流	(3,165.69)	(1,805.23)	1,685.75	(463.96)	(497.61)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	102.46	265.71	4.96	1,315.16	1,685.27
其他	(19,386.86)	(24,393.24)	(27,829.82)	(32,364.35)	(37,930.44)
筹资活动现金流	(19,284.40)	(24,127.54)	(27,824.85)	(31,049.19)	(36,245.17)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	22,760.52	25,736.30	91,978.72	(23,293.13)	88,820.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	88,854.34	97,993.24	113,104.36	129,962.99	149,070.44
营业成本	7,430.01	8,154.00	8,287.52	9,108.83	10,087.69
营业税金及附加	12,733.29	13,886.52	15,947.71	18,454.74	20,571.72
营业费用	3,278.99	2,547.75	3,732.44	4,158.82	4,472.11
管理费用	6,167.98	6,789.84	7,758.96	8,447.59	8,944.23
研发费用	48.69	50.40	33.93	25.99	29.81
财务费用	7.46	(234.61)	(927.21)	(1,315.16)	(1,685.27)
资产减值损失	0.00	0.00	0.43	0.14	0.19
公允价值变动收益	(14.02)	4.90	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.31	0.00	0.00	0.00
其他	160.44	159.06	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	59,041.49	66,635.08	78,270.57	91,082.03	106,649.95
营业外收入	9.45	11.05	10.71	10.40	10.72
营业外支出	268.39	449.19	414.86	377.48	413.84
利润总额	58,782.55	66,196.94	77,866.42	90,714.95	106,246.83
所得税	14,812.55	16,673.61	19,622.34	23,132.31	27,092.94
净利润	43,970.00	49,523.33	58,244.08	67,582.64	79,153.89
少数股东损益	2,763.53	2,826.04	3,675.81	4,123.12	4,780.47
归属于母公司净利润	41,206.47	46,697.29	54,568.27	63,459.52	74,373.42
每股收益(元)	32.80	37.17	43.44	50.52	59.21

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	15.10%	10.29%	15.42%	14.91%	14.70%
营业利润	14.99%	12.86%	17.46%	16.37%	17.09%
归属于母公司净利润	17.05%	13.33%	16.86%	16.29%	17.20%
获利能力					
毛利率	91.64%	91.68%	92.67%	92.99%	93.23%
净利率	46.38%	47.65%	48.25%	48.83%	49.89%
ROE	30.30%	28.95%	29.16%	29.08%	29.20%
ROIC	1090.35%	39.12%	45.42%	100.14%	62.59%
偿债能力					
资产负债率	22.49%	21.40%	24.96%	13.71%	22.54%
净负债率	-9.34%	-21.52%	-64.94%	-45.08%	-70.75%
流动比率	3.87	4.06	3.63	6.66	4.16
速动比率	3.25	3.43	3.20	5.77	3.74
营运能力					
应收账款周转率	87.68	65.42	87.80	90.00	92.31
存货周转率	3.64	3.62	3.96	4.24	4.51
总资产周转率	0.52	0.49	0.48	0.49	0.48
每股指标(元)					
每股收益	32.80	37.17	43.44	50.52	59.21
每股经营现金流	35.99	41.13	94.03	6.54	99.96
每股净资产	108.27	128.42	148.97	173.73	202.74
估值比率					
市盈率	61.45	54.22	46.40	39.90	34.04
市净率	18.62	15.70	13.53	11.60	9.94
EV/EBITDA	24.43	36.45	30.58	26.71	22.10
EV/EBIT	24.94	37.16	31.18	27.17	22.43

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com