

推荐（维持）

风险评级：中风险

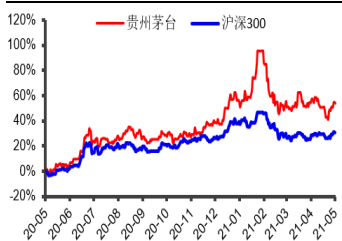
2021年5月20日

分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2021年5月19日

收盘价(元)	2049.00
总市值(亿元)	25739.49
总股本(百万股)	1256.00
流通股本(百万股)	1256.00
ROE(TTM)	27.13%
12月最高价(元)	2601.00
12月最低价(元)	1305.75

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

扩产提价需综合考量，直销渠道加速推进

贵州茅台（600519）事件点评

投资要点：

事件：5月19日，贵州茅台召开2020年度及2021年第一季度业绩说明会，就公司未来产能、产品提价等问题对投资者进行解答。

点评：

■ **扩产能需参考市场前景稳中推进。**2017年公司党委书记曾公开表示，茅台酒基酒产能达到5.6万吨后短期内将不会再扩大产能规模。此次的业绩说明会中，公司董事长表示扩产能要结合茅台技术人才储备、土地资源、生态承载能力等多方面因素进行综合考量。目前，公司茅台酒制酒新投产车间将于2021年10月17日全面投产，工程竣工后，茅台酒基酒年产能将达到5.6万吨规模。此外，公司2018年实施的系列酒制酒技改工程及配套设施项目计划将在今年全面建成，预计扩大3万吨产能，届时系列酒也将有每年5.6万吨产能。在实现茅台酒与系列酒5.6万吨的双轮驱动后，预计公司短期内不会出现大规模扩产的情况。

■ **公司目前尚未有确定性的提价计划。**2018年飞天茅台将出厂价提升至969元后一直维持稳定。自2020年春节以来，飞天茅台2020散装一批价已从2040元提高至2710元，一批价实现较快增长。在飞天一批价与出厂价的差额持续扩大的情况下，投资者表示公司是否会提高茅台的出厂价。公司董事在业绩说明会中表示，茅台在提价时不仅要考虑经济效益，还要体现国有企业的担当，提价涉及诸多因素，需充分听取多方意见，认真综合研究。

■ **直销渠道布局加速，吨价有望上行。**自2018年以来，公司提出要大力发展直营渠道，对经销商进行适度清理，目前已取得一定的成效。2021Q1，公司批发代理渠道营收为224.57亿元，与2020Q1基本持平；直销渠道营收为47.77亿元，同比增长146.49%。公司董事长回应，2021年公司已在重庆增设1家自营店，未来还将根据市场需求继续增加网点设置。随着公司直销渠道占比不断提升，将一定程度上推升产品吨价持续上行。

■ **投资建议：**随着疫情影响不断释放，高端白酒行业整体扩容趋势不变。公司作为白酒行业龙头，具有确定性的发展潜力。持续看好公司未来的发展前景。我们预计公司2021/2022年的每股收益分别为42.99/50.17元，当前股价对应PE分别为43.71/37.46倍，维持对公司的“推荐”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行风险，直营渠道布局不及预期，行业竞争加剧风险，食品安全风险等。

图 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	97,993	114828	128,045	150325
营业总成本	31,194	36571	40,254	46704
营业成本	8,154	9,646	10,602	12,191
营业税金及附加	13887	16272	18145	21302
销售费用	2548	2871	2945	3307
管理费用	6790	7808	8579	9921
财务费用	-235	-79	-69	-62
研发费用	50	53	51	44
公允价值变动净收益	5	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	66746	78258	87791	103621
加：营业外收入	11	11	11	11
减：营业外支出	449	440	351	301
利润总额	66308	77828	87451	103331
减：所得税	16674	19558	21976	25967
净利润	49635	58270	65475	77364
减：少数股东损益	2826	3380	3928	4797
归母公司所有者的净利润	46809	54890	61546	72567
摊薄每股收益(元)	37.26	42.99	50.17	57.77
PE（倍）	56.21	43.71	37.46	33.26

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn