**更新：这家百年“国酒”稳坐行业龙头，旺季将至，一季度开门红确定性，中长期公司将保持量价齐升，直销比重将持续提高**

[[](https://m-robo.datayes.com/mall/goods/detail/column?columnId=209)](https://m-robo.datayes.com/mall/goods/detail/column?columnId=209)

**[王牌脱水研报（体验专用，限指定用户）](https://m-robo.datayes.com/mall/goods/detail/column?columnId=209)**

[16:40](https://m-robo.datayes.com/mall/goods/detail/column?columnId=209)

+关注

**线索主要标的**

正面

[贵州茅台 +2.35%](https://rs-mobile.wmcloud.com/company/companyMarketDetail?ticker=600519&stockName=%E8%B4%B5%E5%B7%9E%E8%8C%85%E5%8F%B0)

[#价值投资](https://m-robo.datayes.com/tags/detail?name=%E4%BB%B7%E5%80%BC%E6%8A%95%E8%B5%84&hideNavBar=1&dyNewVC=1)

**线索摘要：**一、公司概况：百年“国酒”稳坐行业龙头，毛利率90%+，ROE常年30%+ 二、业务展望：旺季将至，一季度开门红确定性，中长期公司将保持量价齐升，直销比重将持续提高 三、投资建议：国泰君安上调目标价

一、公司概况：百年“国酒”稳坐行业龙头，毛利率90%+，ROE常年30%+

1、公司简介：百年品牌历史积淀和高端品质获“国酒地位”

[贵州茅台](https://rs-mobile.wmcloud.com/company/companyMarketDetail?ticker=600519&stockName=%E8%B4%B5%E5%B7%9E%E8%8C%85%E5%8F%B0)酒股份有限公司是国内高端白酒行业的标志性企业，主要生产销售世界三大名酒之一的茅台酒。茅台酒的历史可追溯至800年前，品牌历史积淀推高品牌价值。其工艺复杂，从酿造到出厂需五年之久，所酿优质酒出酒率高达90%以上，使其产品结构能够优于受窖龄制约的高端品牌浓香酒，高品质酒为高品牌价值奠定基础。由于其品牌历史积淀和产品品质优良，茅台酒在多次外交中充当重要媒介，使其具备 “国酒”地位，是其他酒企所不具备的特殊地位。目前，公司除茅台酒外，茅台王子酒、茅台迎宾酒满足了中低档消费者的需求，全方位跻身市场，从而占据了白酒市场制高点，称雄于中国高端白酒市场。

2、行业地位：稳坐行业龙头，毛利率90%+，ROE常年30%+

公司业绩稳坐行业第一，营收相当于[五粮液](https://rs-mobile.wmcloud.com/company/companyMarketDetail?ticker=000858&stockName=%E4%BA%94%E7%B2%AE%E6%B6%B2)、[洋河股份](https://rs-mobile.wmcloud.com/company/companyMarketDetail?ticker=002304&stockName=%E6%B4%8B%E6%B2%B3%E8%82%A1%E4%BB%BD)和[泸州老窖](https://rs-mobile.wmcloud.com/company/companyMarketDetail?ticker=000568&stockName=%E6%B3%B8%E5%B7%9E%E8%80%81%E7%AA%96)的总和，行业内其他酒企只能望其项背。85%的高端白酒业务占比使其毛利率高达90%以上，大幅超过行业平均水平，ROE常年保持在30%以上，盈利能力强。近十年，公司即使处于行业低迷期也仍保持正增长，基本按计划完成业绩，经营稳健。近三年，公司分红率高达50%以上，慷慨回报投资者。

3、今年回顾：2020年茅台夺取疫情防控和企业发展的双胜利，圆满完成“十三五”收官

在今年新冠疫情爆发的非常形势下，茅台按照省委、省政府统筹疫情防控和经济社会发展安排部署，坚持有力抓好疫情防控，确保了在2月13日顺利复工复产，实现茅台酒全年产量突破5万吨。同时也有效做好保供稳市，经营业绩实现逆势上扬，答好了市场工作“满意卷”，顺利助推集团公司圆满完成十三五规划收官。2020年公司的主要收获集中在四个方面：一是市场布局更具层次，非均衡集中投放，增设自营网点，拓展终端消费渠道等，推动市场稳、价格稳；二是营销服务更有温度；三是改革发展更富成效，优化完善体制机制，清理违法违规违纪经销商，有序推进联营公司的清理清退；同时，严格落实整改要求，全面排查清理专供、特供、定制产品，推动茅台品牌从管住向管好转变；四是同心同德更显担当，打造出“百年老店传承人”“茅粉节”等文化品牌，引领经销商自觉内养外化，宣贯和践行茅台文化理念。

二、业务展望：旺季将至，一季度开门红确定性，中长期公司将保持量价齐升，直销比重将持续提高

1、短期展望：旺季将至，一季度开门红确定性

此次经销商联谊会上，茅台集团董事长高卫东还特别强调了当前的重点工作：一是控价稳市工作常态化；二是做好元旦、春节的销售工作，精准服务好消费者，确保一季度“开门红”。2020年茅台销售受疫情影响较小，终端需求旺盛，批价在2-3月份触底后连续上行，当前批价稳定在2800元以上，短期内仍处于供不应求的状态。同时，根据渠道调研反馈当前经销商库存普遍在半个月的水平，2020年配额大部分地区均已发完，部分地区开始打款2021年计划。12月份以来逐步进入元旦春节备货期，终端需求旺盛，同时公司此前也加大茅台供给，四季度在直销渠道计划销售4160吨飞天茅台酒。我们认为，在当前渠道库存低位，终端消费逐步向好，茅台酒供需两旺的背景下，公司一季度开门红有望顺利实现。

2、中长期展望：公司将保持量价齐升，直销比重将持续提高

1）2021年措施：2021年深化渠道改革，释放体系效能。2020年公司持续推进自营店、商超、电商等直销渠道建设，强化社会渠道与直销渠道协同发展的新营销体系，推动2020年吨价提升8%左右。进入高质量发展阶段，我们认为公司将继续通过渠道结构与产品结构优化夯实发展基础，预计2021年社会渠道总体投放量有望保持平稳，资源将继续向直销、非标等方面倾斜，以结构升级拉动量价良性增长，进一步释放新营销体系动能。

2）量价齐升：公司提价的条件和动力相对成熟，直销比例提升的持续性强，系列酒的销售受酱酒热影响而驱动收入的可能性较高，三因素共促公司未来业绩仍有惊喜可期。普飞出厂价年化提价超过8%，但公司接近三年未提价，当前出厂价与批价价差大，我们认为公司具备提价能力和动力，未来两年内提价20%的可能性大。根据过去所产基酒推算，未来三年内茅台酒可销售量持续增长，“双轮驱动”或可实现。因此，公司业绩增厚仍有惊喜可期。

3）渠道优化：公司在2018年宣布锁定经销商的茅台酒额度，则可用于直销数量提升，直销比重将持续提高。2025年茅台股份公司飞天直销（含自营）比例有望达到35%。茅台目前渠道主要分为传统经销商渠道、省内国资下属企业、茅台集团营销公司以及公司直销（含自营和直销渠道）等，我们认为前三者短期内均存在供给量的限制，因此未来扁平化的过程中，增量部分最大受益者将为茅台股份公司，根据我们测算，至2025年，股份公司对商超电商等直销渠道直供量有望提升3倍以上，飞天直销（含自营）占总体销量比重有望达到35%左右水平，可有效增加公司业绩。

三、投资建议：[国泰君安](https://rs-mobile.wmcloud.com/company/companyMarketDetail?ticker=601211&stockName=%E5%9B%BD%E6%B3%B0%E5%90%9B%E5%AE%89)上调目标价

[国泰君安](https://rs-mobile.wmcloud.com/company/companyMarketDetail?ticker=601211&stockName=%E5%9B%BD%E6%B3%B0%E5%90%9B%E5%AE%89)：维持增持评级。十四五强化发展质量，品牌站位再上新台阶，小幅调整2020-2022年EPS至37.17（+0.05）、44.56（-0.30）、52.30（-0.07）元，给予2021年48XPE，上调目标价至2139元（前值2109元）。

[中金公司](https://rs-mobile.wmcloud.com/company/companyMarketDetail?ticker=601995&stockName=%E4%B8%AD%E9%87%91%E5%85%AC%E5%8F%B8)：我们维持2020/21年盈利预测464.89/552.19亿元，维持目标价2109元，对应2020/21年57x/48xP/E，现价对应2020/21年46.5x/39.1xP/E，维持跑赢行业评级。

[国信证券](https://rs-mobile.wmcloud.com/company/companyMarketDetail?ticker=002736&stockName=%E5%9B%BD%E4%BF%A1%E8%AF%81%E5%88%B8)：短期公司一季度开门红确定性高，2021年十四五第一年高质量发展值得期待。中长期看，茅台稀缺性仍在，公司依靠绝对的领先地位、高渠道价差安全垫、产品及渠道结构调整和基酒扩产，将中长期保持量价齐升的状态，高业绩确定性同时将享受估值溢价。继续维持此前盈利预测，预计20-22年归母净利润467/546/636亿，对应EPS为37.17/43.50/50.61元，对应当前股价PE为50/42/36X，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济波动、食品安全风险等。

说明：王牌脱水研报于2019年8月14日覆盖[贵州茅台](https://rs-mobile.wmcloud.com/company/companyMarketDetail?ticker=600519&stockName=%E8%B4%B5%E5%B7%9E%E8%8C%85%E5%8F%B0)，当时券商给出的目标价已达到。