



## 贵州茅台（600519）：构建五星茅台，未来审慎扩产

2021年6月17日

### 分析师：

黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

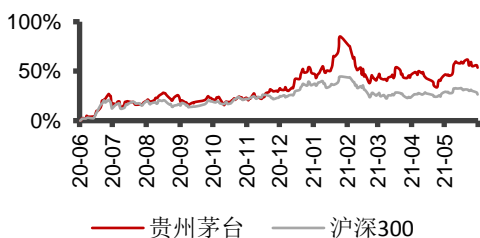
### 公司评级

当前价格：	2156.91 元
上次评级：	推荐
本次评级：	推荐

### 公司基本数据

总股本（亿股）：	12.56
流通股本（亿股）：	12.56
流通 A 股市值（亿元）：	27095
每股净资产（元）：	139.53
资产负债率（%）：	15.21

### 贵州茅台与沪深 300 涨跌幅走势图



资料来源：Wind

### 相关报告

- 1、五粮液（000858）：持续稳增长，未来高质量发展可期 20210429
- 2、贵州茅台（600519）：2020 年圆满完成目标，稀缺性带动后续成长 20210402
- 3、海天味业(603288)：疫情下稳定成长，2021 年积极目标有望达成 20210401
- 4、疫情反复下关注确定性及其同比改善 20210207

### 内容提要：

**有序推进现有项目，未来审慎研究扩产。**2021年，公司计划生产茅台酒5.53万吨、生产系列酒2.9万吨。此外，公司正在稳步推进3万吨酱香系列酒技改及配套项目建设、开工建设“十三五”中华片区酒库续建工程建设等项目，提升系列酒产能及应对市场波动的能力。展望未来，公司对扩产较为审慎，将对十四五扩产进行全方位论证。

**系列酒抢抓行业机遇，渠道调整后增速有望提升。**系列酒将围绕做全国一流产品、树全国一流品牌、创全国一流服务，抢抓发展机遇，深挖品牌核心价值，提升系列酒市场竞争力。产能方面，公司正有序推进3万吨酱香系列酒的技改项目建设，2020年度新增系列酒基酒设计产能4015吨将分期分批投产。在双轮驱动战略及茅台酒供不应求、系列酒老酒价格引导及细分市场高景气度的背景下，我们预计后续系列酒的增长或将持续提速。**十四五规划定调高质量发展，构建“五星茅台”。**十四五规划方面，公司将筑牢“质量、安全、环保”三条生命线，在生产质量、市场营销、安全环保、企业治理、改革创新等各方面高质量发展。十四五期间，公司要全力构建五星茅台，即品质茅台、绿色茅台、活力茅台、文化茅台、阳光茅台。

**投资建议：**公司高端白酒龙头地位稳固，卖方市场地位稳固，一批价格维持高位。我们预计，在渠道改革、部分产品提价、结构升级下，2021年业绩增速有望超越经营目标。目前，公司PE（TTM）为57倍，属于历史高位，但考虑到稳固卖方市场及业绩增长具有提升空间，我们认为可以给予一定估值溢价。我们预计公司2021-23年EPS分别为43.75、50.88、58.65元，对应PE为49、42、37倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内外二级市场系统性风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；其他黑天鹅事件。

### 有序推进现有项目，未来审慎研究扩产

2020年，基酒生产方面，在疫情下公司顺利完成茅台酒及系列酒基酒产量7.52万吨，同比增长0.15%，体现了公司突出的复工复产及运营效率，根据生产酿造工艺，基酒将于2-4年形成成品酒，保障了公司后续投放量的稳增长。项目建设方面，公司完成固定资产投资21.72亿元，其中“十三五”茅台酒技改项目全面完成并投产，年度新增茅台酒基酒设计产能4,032吨；3万吨酱香系列酒技改及配套项目有序推进，年度新增系列酒基酒产能4,015吨，以上基酒设计产能均将于2021年逐步释放。

2021年，公司计划生产茅台酒5.53万吨，由此推算未来五年销售量年复合增速有望达到5.7%；计划生产系列酒2.9万吨，未来五年销售量有望达到9.9%。此外，公司将完成基本建设投资68.21亿元，稳步推进3万吨酱香系列酒技改及配套项目建设、开工建设“十三五”中华片区酒库续建工程建设等项目，提升系列酒产能及应对市场波动的能力。

展望未来，公司对扩产较为审慎，表示生产高度依赖特殊生产环境，要关注生态环境的承载能力与资源的匹配性，十四五能否进行扩能需要对核心酿造产区用地容量、环境承载能力、原辅料的供给等方面进行综合研究与考量。

表 1：茅台酒基酒产量及销售对比及预测

年份	茅台酒基酒产量 (吨)	增长率	对应销售年份	茅台酒销量 (吨)	与 4 年前基酒产量 比值	增长率
2015	38,700.00	-0.12%	2019	34,562.46	0.89	6.46%
2016	39,312.53	1.58%	2020	34,312.53	0.87	-0.72%
2017	42,828.59	8.94%	2021E	35,976.02	0.84	4.85%
2018	49,671.69	15.98%	2022E	39,240.64	0.79	9.07%
2019	49,922.71	0.51%	2023E	40,936.62	0.82	4.32%
2020	50,235.17	0.63%	2024E	42,699.89	0.85	4.31%
2021	55,300.00	10.08%	2025E	45,346.00	0.82	6.20%

资料来源：公司公告，国开证券研究与市场部

表 2：茅台系列酒基酒产量及销售对比及预测

年份	系列酒基酒产量 (吨)	基酒增长率	对应年份	系列酒销量 (吨)	与 2 年前基酒产量 比值	销量增长率
2016	20575.44	70.72%	2019	30082.84	1.46	3.66%

2017	20959.02	1.86%	2020	29743.35	1.42	1.86%
2018	20545.06	-1.98%	2021E	31228.49	1.52	4.99%
2019	25122.02	22.28%	2022E	33914.73	1.35	8.60%
2020	24925.37	-0.78%	2023E	36889.55	1.48	8.77%
2021	29000	16.35%	2024E	41470.00	1.43	12.42%

资料来源：公司公告，国开证券研究与发展部

### 系列酒抢抓行业机遇，渠道调整后增速有望提升

近期股东大会上，公司再次明确系列酒的战略地位，期望成为公司重要增长极。2020年，茅台王子销售额超过40亿元，汉酱、赖茅、贵州大曲站稳10亿元规模，基本形成了以茅台王子为核心的产品集群，产品结构进一步优化，在白酒消费大省逐步建立市场渠道、培育消费群体，品牌建设成效较为明显。

下一步，系列酒将围绕做全国一流产品、树全国一流品牌、创全国一流服务，抢抓发展机遇，以消费者为中心，以品质为根本，深挖品牌核心价值，讲好茅台故事，提升消费者对系列酒价值认同和文化认同，提升系列酒市场竞争力。产能方面，公司正在有序推进3万吨酱香系列酒的技改项目建设，2020年度新增系列酒基酒设计产能4015吨将分期分批投产。

近年来，“茅台热”直接带动旗下酱香系列快速增长，2016-19年收入年复合增速达到64.93%。面对机遇，公司2018年提出品牌双轮驱动，提升系列酒战略地位，2019年定调高质量发展，对经销商进行清理，目前渠道基本理顺。在双轮驱动战略及茅台酒供不应求、系列酒老酒价格引导及细分市场高景气度的背景下，我们预计后续系列酒的增长或将持续提速。

图 1：近年来系列酒收入及增速

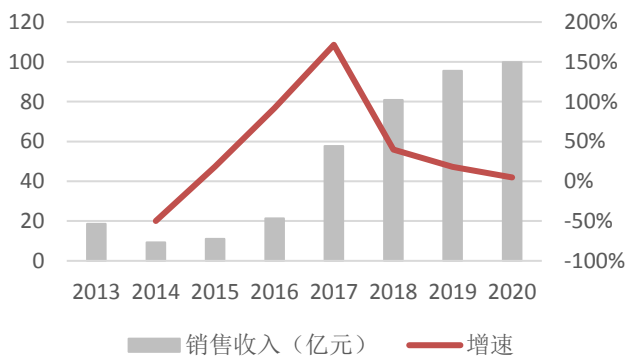
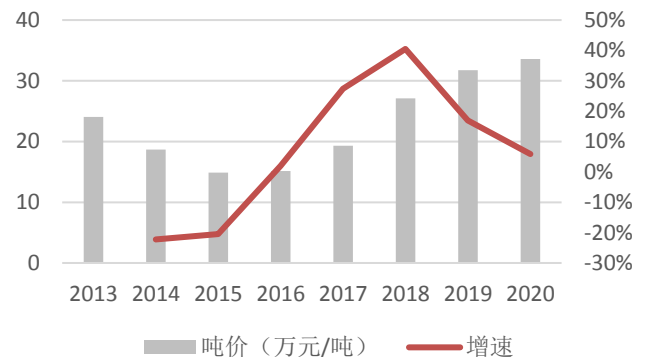


图 2：近年来系列酒吨价及增速



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

### 十四五规划定调高质量发展，构建“五星茅台”

十四五规划方面，在经济长期稳中向好、消费升级持续、政策环境改善、行业集中度提升等趋势下，公司将筑牢“质量、安全、环保”三条生命线，在生产质量、市场营销、安全环保、企业治理、改革创新等各方面高质量发展。十四五期间，公司要全力构建五星茅台，即品质茅台（持续巩固以质求胜的核心竞争优势）、绿色茅台（提供绿色安全食品）、活力茅台（激发企业内生发展动力）、文化茅台（聚焦茅台文化内核，提升品牌竞争力）、阳光茅台（持续提升企业治理能力）。

**投资建议：**公司高端白酒龙头地位稳固，卖方市场地位稳固，一批价格维持高位。我们预计，在渠道改革、部分产品提价、结构升级下，2021年业绩增速有望超越经营目标。目前，公司PE（TTM）为57倍，属于历史高位，但考虑到稳固卖方市场及业绩增长具有提升空间，我们认为可以给予一定估值溢价。我们预计公司2021-23年EPS分别为43.75、50.88、58.65元，对应PE为49、42、37倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内外二级市场系统性风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；其他黑天鹅事件。

表 3：重点指标预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	97,993	112,496	128,808	147,743
增长率	10.3%	14.8%	14.5%	14.7%
归母净利（百万元）	46,697	54,955	63,917	73,682
增长率	13.33%	17.68%	16.31%	15.28%
每股收益（元）	37.17	43.75	50.88	58.65
PE	53.75	49.30	42.39	36.77

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

注：收盘价格日期为2021年6月17日，2021-2023年业绩为作者预测值。

**表4: 盈利预测**

报表预测		单位: 百万元			
<b>资产负债表</b>					
	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	36,091	64,903	98,497	134,901	
应收账款及票据	1,533	1,757	2,012	2,307	
存货	28,869	31,933	34,536	41,097	
其他流动资产	119,159	120,224	121,267	122,307	
流动资产合计	185,652	218,817	256,312	300,613	
固定资产合计	16,225	16,225	16,225	16,225	
在建工程	2,447	1,447	1,947	2,447	
无形资产	4,817	4,737	4,657	4,577	
<b>资产总计</b>	<b>213,396</b>	<b>245,471</b>	<b>283,375</b>	<b>328,086</b>	
应付账款	1,342	1,538	1,727	1,918	
应付职工薪酬	2,981	3,194	3,422	3,900	
应交税费	8,920	9,562	10,949	12,558	
<b>负债合计</b>	<b>45,675</b>	<b>48,105</b>	<b>51,399</b>	<b>56,230</b>	
归属于母公司的所有者权益	161,323	187,769	218,660	254,252	
少数股东权益	6,398	9,596	13,316	17,605	
<b>股东权益</b>	<b>167,721</b>	<b>197,365</b>	<b>231,977</b>	<b>271,857</b>	
<b>负债及股东权益</b>	<b>213,396</b>	<b>245,471</b>	<b>283,375</b>	<b>328,086</b>	
<b>现金流量表</b>					
	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流净额	51669	57501	68300	76174	
投资活动现金流净额	-1805	-180	-1680	-1680	
筹资活动现金流净额	-24128	-28508	-33026	-38090	
<b>现金净流量</b>	<b>25737</b>	<b>28812</b>	<b>33594</b>	<b>36404</b>	

利润表		单位: 百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	<b>97,993</b>	<b>112,496</b>	<b>128,808</b>	<b>147,743</b>	
营业成本	8,154	8,634	9,004	10,000	
毛利	89,839	103,863	119,804	137,743	
毛利率	92%	92%	93%	93%	
税金及附加	13,887	15,862	18,162	20,832	
税金及附加/营业收入	14%	14%	14%	14%	
销售费用	2,548	2,925	3,220	3,546	
销售费用率	3%	3%	3%	2%	
管理费用	6,790	7,312	7,986	9,160	
管理费用率	7%	7%	6%	6%	
研发费用	50	56	64	74	
研发费用率	0%	0%	0%	0%	
财务费用	-235	-205	-217	-267	
财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	
<b>营业利润</b>	<b>66635</b>	<b>77935</b>	<b>90614</b>	<b>104428</b>	
营业利润/营业收入	13%	17%	16%	15%	
<b>利润总额</b>	<b>66197</b>	<b>77745</b>	<b>90424</b>	<b>104238</b>	
利润总额/营业收入	13%	17%	16%	15%	
所得税费用	16674	19592	22787	26268	
<b>净利润</b>	<b>49523</b>	<b>58153</b>	<b>67637</b>	<b>77970</b>	
<b>归母净利润</b>	<b>46697</b>	<b>54955</b>	<b>63917</b>	<b>73682</b>	

基本指标		2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)		37.17	43.75	50.88	58.65
BVPS (元)		128.42	149.47	174.07	202.40
PE (倍)		53.75	49.30	42.39	36.77
PEG		4.03	2.79	2.60	2.41
PB (倍)		15.56	14.43	12.39	10.66
EV/EBITDA		36.50	33.57	28.55	24.47
ROE		29%	29%	29%	29%

数据来源: wind, 国开证券研究与发展部

注: 收盘价格日期为2021年6月17日, 2021-2023年业绩为作者预测值。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：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。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层