

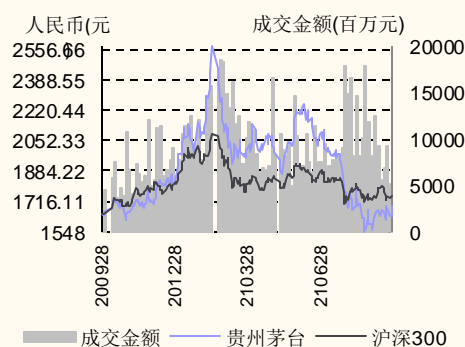
贵州茅台 (600519.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 1694.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.56
已上市流通 A 股(亿股)	12.56
总市值(亿元)	21,279.99
年内股价最高最低(元)	2576.74/1548.00
沪深 300 指数	4849
上证指数	3613



股东大会释放积极信号，新管理层焕发新活力

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	109,752	126,215	146,410
营业收入增长率	15.10%	10.29%	12.00%	15.00%	16.00%
归母净利润(百万元)	41,206	46,697	52,784	61,767	72,837
归母净利润增长率	17.05%	13.33%	13.03%	17.02%	17.92%
摊薄每股收益(元)	32.80	37.17	42.02	49.17	57.98
每股经营性现金流净额	35.99	41.07	63.77	50.97	60.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.30%	28.95%	28.45%	28.78%	29.16%
P/E	36.06	53.75	40.32	34.45	29.22
P/B	10.93	15.56	11.47	9.91	8.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 9月24日, 公司召开2021年第一次临时股东大会及董事长会议, 选举丁雄军先生为董事长。

点评

- 十四五强调高质量发展, 走好五线道路。**1) **蓝线发展**, 围绕“双巩固、双打造”目标 (巩固中国白酒头部领军企业地位和世界蒸馏酒第一品牌地位, 打造中国 500 强第一方阵和省内首家世界 500 强企业)。按照“聚主业 (以酒业为核心)、调结构 (治理结构、组织结构、营销体系、产品结构等)、强配套、构生态”发展思路, 打造股份公司为世界一流上市企业。2) **绿线发展**, 以打造“一基地一标杆”为抓手, 推进“减污”、“降碳”工程。3) **白线发展**, 保持归零心态, 增强科技赋能、数字赋能, 推进现代化管理、资产管理、营销和价格体系改革, 让茅台酒回归商品属性。4) **紫线发展**, 推进茅台文化与其他文化碰撞融合, 充分释放文化聚能效应; 5) **红线发展**, 守住环保、安全两条底线。
- 管理层改革决心明确, 方向为价格及渠道市场化、营销体系数字化。**1) **价格改革**: 茅台酒价格受供求关系等多因素影响, 改革方向是市场化和法制化, 未来价格需反映合理价值。2) **营销体系改革**: 定制酒已取消, 目前渠道包括: 经销商、自营、直销 (商超+电商)、其他。未来将规范原有渠道, 积极探索新零售渠道, 加快实现数字化营销 (物理防伪转为数字化、CRM 系统追踪真实客户)。3) **量**: 产量上努力实现供需紧平衡; 产能取决于原料、环境承载力、技术人才等因素。4) **产品结构**: 调整产品档次结构, 打造中端、次高端、高端、超高端等不同价格带的拳头产品。
- 新管理层带来新面貌, 基酒放量持续拉动业绩。**我们认为, 1) 管理层换届后, 公司面貌焕然一新。若渠道及价格逐步市场化, 公司长期“稳步放量+价格提升”逻辑将持续兑现, 高质量发展可期。2) 茅台品牌力+产品护城河深厚, 基本面确定性强。经济承压背景下, 茅台供需缺口仍较大, 彰显强抗风险能力。近期渠道反馈, 双节放量及渠道强管控, 散装飞天批价近 2800 元, 渠道利润依旧丰厚。3) 基酒产能增加, 或将拉动明后年业绩。参考历史基酒产能, 我们预计明后年将进入业绩加速期。21 年茅台基酒目标产量 5.53 万吨 (同比+10%), 系列酒 2.9 万吨, 新增产能投产有望支撑中长期业绩。

盈利预测与投资建议

- 预计 21-23 年收入增速 12%/15%/16%, 归母净利润增速 13%/17%/18%, EPS 为 42.02/49.17/57.98 元, PE 为 40/34/29X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 批价上涨引发舆论风险, 宏观经济下行风险, 疫情反复风险。

相关报告

- 《高质量发展, 业绩稳中向好-贵州茅台 21 年中报点评》, 2021.8.1
- 《短期业绩受缴税节奏扰动, 全年稳健增长可期-贵州茅台一季报点评》, 2021.4.28
- 《行稳致远, 静待吨价上行逻辑持续兑现-贵州茅台年报点评》, 2021.4.6
- 《业绩稳定增长, 全年目标无虞-贵州茅台三季报点评》, 2020.10.26

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李本媛 联系人

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	77,198	88,854	97,993	109,752	126,215	146,410	货币资金	112,075	13,252	36,091	85,414	114,505	150,819
增长率		15.1%	10.3%	12.0%	15.0%	16.0%	应收款项	958	1,540	1,567	1,663	1,710	1,837
营业成本	-6,659	-7,576	-8,265	-9,329	-10,350	-11,274	存货	23,507	25,285	28,869	30,415	33,459	36,292
%销售收入	8.6%	8.5%	8.4%	8.5%	8.2%	7.7%	其他流动资产	1,359	118,997	122,078	98,489	98,622	98,742
毛利	70,539	81,278	89,728	100,423	115,866	135,136	流动资产	137,898	159,073	188,605	215,981	248,296	287,690
%销售收入	91.4%	91.5%	91.6%	91.5%	91.8%	92.3%	%总资产	86.3%	86.9%	88.4%	89.5%	90.5%	91.6%
营业税金及附加	-11,289	-12,733	-13,887	-15,552	-17,885	-20,673	长期投资	29	320	30	30	30	30
%销售收入	-14.6%	-14.3%	-14.2%	-14.2%	-14.2%	-14.1%	固定资产	17,203	17,663	18,673	18,821	19,163	19,498
销售费用	-2,572	-3,279	-2,548	-2,788	-3,029	-3,426	%总资产	10.8%	9.6%	8.8%	7.8%	7.0%	6.2%
%销售收入	3.3%	3.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	无形资产	3,668	4,886	4,965	5,454	5,740	5,873
管理费用	-5,326	-6,168	-6,790	-7,595	-8,520	-9,809	非流动资产	21,949	23,969	24,791	25,431	26,059	26,528
%销售收入	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.8%	6.7%	%总资产	13.7%	13.1%	11.6%	10.5%	9.5%	8.4%
研发费用	-22	-49	-50	-59	-63	-73	资产总计	159,847	183,042	213,396	241,412	274,354	314,218
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	51,330	59,049	66,453	74,430	86,369	101,154	应付款项	4,583	5,103	4,600	4,964	5,265	5,570
%销售收入	66.5%	66.5%	67.8%	67.8%	68.4%	69.1%	其他流动负债	37,855	35,990	41,074	41,605	42,203	43,630
财务费用	4	-7	235	252	272	292	流动负债	42,438	41,093	45,674	46,570	47,467	49,200
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	73	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	-14	5	1	2	4	负债	42,438	41,166	45,675	46,571	47,469	49,202
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	112,839	136,010	161,323	185,542	214,648	249,799
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
营业利润	51,343	59,041	66,635	74,683	86,644	101,451	未分配利润	95,982	115,892	137,594	162,742	191,847	226,998
营业利润率	66.5%	66.4%	68.0%	68.0%	68.6%	69.3%	少数股东权益	4,570	5,866	6,398	9,298	12,238	15,218
营业外收支	-515	-259	-438	-250	-230	-200	负债股东权益合计	159,847	183,042	213,396	241,412	274,354	314,218
税前利润	50,828	58,783	66,197	74,433	86,414	101,251	比率分析						
利润率	65.8%	66.2%	67.6%	67.8%	68.5%	69.2%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-12,998	-14,813	-16,674	-18,750	-21,707	-25,434	每股指标						
所得税率	25.6%	25.2%	25.2%	25.2%	25.1%	25.1%	每股收益	28.02	32.80	37.17	42.02	49.17	57.98
净利润	37,830	43,970	49,523	55,684	64,707	75,817	每股净资产	89.83	108.27	128.42	147.70	170.87	198.85
少数股东损益	2,626	2,764	2,826	2,900	2,940	2,980	每股经营现金净流	32.94	35.99	41.07	63.77	50.97	60.66
归属于母公司的净利润	35,204	41,206	46,697	52,784	61,767	72,837	每股股利	14.54	17.03	19.29	22.00	26.00	30.00
净利率	45.6%	46.4%	47.7%	48.1%	48.9%	49.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	31.20%	30.30%	28.95%	28.45%	28.78%	29.16%
净利润	37,830	43,970	49,523	55,684	64,707	75,817	总资产收益率	22.02%	22.51%	21.88%	21.86%	22.51%	23.18%
少数股东损益	2,626	2,764	2,826	2,900	2,940	2,980	投入资本收益率	32.54%	31.12%	29.64%	28.58%	28.50%	28.58%
非现金支出	1,177	1,243	1,317	1,332	1,423	1,532	增长率						
非经营收益	354	-40	-100	251	230	198	主营业务收入增长率	26.43%	15.10%	10.29%	12.00%	15.00%	16.00%
营运资金变动	2,025	32	857	22,843	-2,327	-1,347	EBIT增长率	32.04%	15.04%	12.54%	12.00%	16.04%	17.12%
经营活动现金净流	41,385	45,205	51,598	80,109	64,033	76,200	净利润增长率	30.00%	17.05%	13.33%	13.03%	17.02%	17.92%
资本开支	-1,607	-3,149	-2,089	-2,220	-2,280	-2,200	总资产增长率	18.75%	14.51%	16.58%	13.13%	13.65%	14.53%
投资	0	0	295	1	2	4	资产管理能力						
其他	-22	-17	-11	0	0	0	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	-1,629	-3,166	-1,805	-2,219	-2,278	-2,196	存货周转天数	1,248.7	1,175.4	1,195.7	1,190.0	1,180.0	1,175.0
股权募资	0	833	0	0	0	0	应付账款周转天数	59.5	64.8	63.1	55.0	54.0	53.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	72.1	62.2	60.4	53.1	46.0	39.7
其他	-16,441	-20,117	-24,127	-28,568	-32,665	-37,690	偿债能力						
筹资活动现金净流	-16,441	-19,284	-24,127	-28,568	-32,665	-37,690	净负债/股东权益	-95.46%	-9.34%	-21.52%	-43.84%	-50.47%	-56.91%
现金净流量	23,315	22,755	25,665	49,323	29,091	36,315	EBIT利息保障倍数	-14,577.4	7,917.5	-283.2	-295.1	-317.3	-346.2
							资产负债率	26.55%	22.49%	21.40%	19.29%	17.30%	15.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	8	35	83	105	253
增持	0	2	11	13	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.05	1.12	1.11	1.01

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：
市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

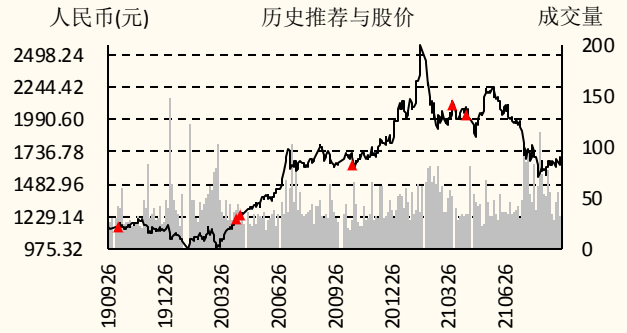
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-16	买入	1211.00	1400.00 ~
2	2020-04-22	买入	1200.00	N/A
3	2020-04-29	买入	1279.13	N/A
4	2020-10-26	买入	1715.33	N/A
5	2021-04-06	买入	2162.00	N/A
6	2021-04-28	买入	2094.44	N/A
7	2021-08-01	买入	1678.99	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402