

新团队新气象, 边际向好值得期待

投资要点

- **事件:** 公司召开2021年第一次临时股东大会, 管理层与投资者交流经营情况。
- **让品质成为信仰, 让历史鉴证未来。** 新帅丁总做“让品质成为信仰, 让历史鉴证未来”的主题演讲, 并提炼出“感恩、敬畏、奋斗”三个关键词。首先是感恩“四老”, 即感恩“生态环境、历史工艺、领导厚爱、消费者热爱”; 其次是敬畏“茅台基因”, 并科学解读茅台的“生态密码、品质密码、时间密码”; 最后是奋斗, 茅台的成功源于坚持四个“数”; 迈入十四五, 公司坚持以高质量发展统揽全局, 构建酒香、风正、人和的良好生态和发展环境。
- **明确五线发展道路, 勾勒蓝图明晰道路。** 新帅明确未来茅台要走好“蓝线、绿线、白线、紫线、红线”五线发展道路。1) 蓝线是蓝图规划, 核心围绕“双巩固、双打造”, 即巩固蒸馏酒世界第一品牌地位和中国白酒头部领军企业地位。十四五期间将集团公司打造为中国五百强第一方阵企业和省内首家世界五百强企业, 并着力于将股份公司打造成为世界一流上市企业。2) 绿线是绿色发展, 公司坚定不移走生态优先、绿色发展道路, 保护好茅台镇 15.03 平方公里核心酿造区域, 打造白酒行业生态环保标杆企业; 3) 白线是心态归零, 管理层要保持归零心态, 在新的白纸上作出新文章, 坚持科技增能和数字赋能, 实现产业数字化和营销数字化; 与此同时, 推动现代化管理改革、资产管理改革、营销价格体系改革, 探索发展新零售渠道, 着力让茅台酒回归商品属性; 4) 紫线是茅台文化, 要持续深挖文化内涵、做好文化赋能, 充分发挥茅台文化影响力和凝聚力; 5) 红线是环保和安全, 茅台任何时候都要保证生态环境和安全生产。
- **新视野、新气象、新征程, 边际向好前景可期。** 1) 新帅丁总到任后随即深入生产一线调研, 积极与员工、经销商、投资者交流, 为公司高质量发展勾勒蓝图、明晰道路, 展现出管理层新视野、新气象。2) 公司产品将在全价格带发力, 无论是在超高端、高端、次高端、中端, 公司都将齐头并进打造拳头产品, 确保在各档次、各价格带都有统治力。3) 管理层明确营销体制和价格体系改革的决心, 改革方向坚持市场化和法制化, 探索发展新零售渠道, 着力让茅台酒回归商品属性, 推动数字化建设, 为消费者提供更好的产品和服务。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为43.06元、50.73元、59.46元, 对应动态估值39倍、33倍、28倍。新管理层带来新视野、新气象, 公司边际向好趋势明确, 中长期发展逻辑得到强化, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险、市场开拓或不及预期。

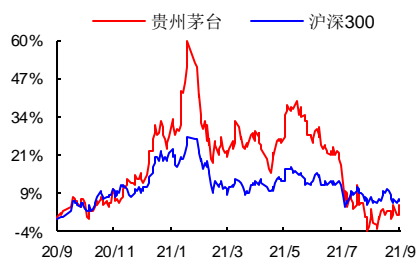
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	979.93	1115.14	1298.36	1504.22
增长率	10.29%	13.80%	16.43%	15.86%
归属母公司净利润(亿元)	466.97	540.95	637.28	746.89
增长率	13.33%	15.84%	17.81%	17.20%
每股收益EPS(元)	37.17	43.06	50.73	59.46
净资产收益率ROE	29.53%	28.57%	28.00%	27.44%
PE	46	39	33	28
PB	13.19	11.13	9.34	7.86

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn
联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xialin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.56
流通A股(亿股)	12.56
52周内股价区间(元)	1548.0-2601.0
总市值(亿元)	21,279.99
总资产(亿元)	2,128.69
每股净资产(元)	128.75

相关研究

1. 贵州茅台(600519): 锚定全年目标, 稳中求进余力充足 (2021-07-31)
2. 贵州茅台(600519): 税费影响短期业绩, 长期逻辑依然清晰 (2021-04-28)
3. 贵州茅台(600519): 渠道改善+非标占比提升, 推动业绩稳健增长 (2021-03-31)
4. 贵州茅台(600519): 渠道改革初见成效, 直营占比持续提升 (2020-10-26)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	979.93	1115.14	1298.36	1504.22	净利润	495.23	573.69	675.85	792.09
营业成本	81.54	89.01	98.37	108.35	折旧与摊销	13.17	19.94	23.41	26.83
营业税金及附加	138.87	158.91	185.02	214.35	财务费用	-2.35	-1.24	-1.55	-2.28
销售费用	25.48	24.53	25.97	27.08	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	67.90	76.94	86.99	97.77	经营营运资本变动	8.03	-332.92	-221.30	-248.22
财务费用	-2.35	-1.24	-1.55	-2.28	其他	2.61	0.02	0.02	0.01
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	516.69	259.48	476.44	568.41
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-23.22	-30.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.05	-0.02	-0.02	-0.01	其他	5.16	-0.02	-0.02	-0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-18.05	-30.02	-20.02	-20.01
营业利润	666.35	766.96	903.54	1058.94	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.38	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	661.97	766.96	903.54	1058.94	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	166.74	193.27	227.69	266.85	支付股利	-213.87	-233.49	-270.48	-318.64
净利润	495.23	573.69	675.85	792.09	其他	-27.41	-7.98	1.55	2.28
少数股东损益	28.26	32.74	38.57	45.20	筹资活动现金流净额	-241.28	-241.47	-268.93	-316.36
归属母公司股东净利润	466.97	540.95	637.28	746.89	现金流量净额	257.37	-12.00	187.49	232.05
资产负债表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	360.91	348.91	536.40	768.45	成长能力				
应收和预付款项	24.66	28.22	32.28	36.78	销售收入增长率	10.29%	13.80%	16.43%	15.86%
存货	288.69	315.15	348.29	383.62	营业利润增长率	12.86%	15.10%	17.81%	17.20%
其他流动资产	1182.26	1389.02	1617.23	1873.65	净利润增长率	12.63%	15.84%	17.81%	17.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.31%	16.02%	17.79%	17.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	186.73	205.02	212.69	219.80	毛利率	91.68%	92.02%	92.42%	92.80%
无形资产和开发支出	48.17	40.08	29.15	15.36	三费率	9.29%	8.99%	8.58%	8.15%
其他非流动资产	42.54	42.39	42.24	42.10	净利率	50.54%	51.45%	52.05%	52.66%
资产总计	2133.96	2368.80	2818.29	3339.76	ROE	29.53%	28.57%	28.00%	27.44%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	23.21%	24.22%	23.98%	23.72%
应付和预收款项	132.43	151.99	174.17	198.81	ROIC	36.34%	36.92%	36.51%	37.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	69.10%	70.45%	71.28%	72.03%
其他负债	324.32	208.62	230.55	253.94	营运能力				
负债合计	456.75	360.61	404.73	452.75	总资产周转率	0.49	0.50	0.50	0.49
股本	12.56	12.56	12.56	12.56	固定资产周转率	6.25	6.78	7.80	9.04
资本公积	13.75	13.75	13.75	13.75	应收账款周转率	—	—	—	—
留存收益	1577.69	1885.16	2251.97	2680.21	存货周转率	0.30	0.29	0.30	0.30
归属母公司股东权益	1613.23	1911.47	2278.28	2706.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.22%	—	—	—
少数股东权益	63.98	96.72	135.28	180.48	资本结构				
股东权益合计	1677.21	2008.19	2413.56	2887.01	资产负债率	21.40%	15.22%	14.36%	13.56%
负债和股东权益合计	2133.96	2368.80	2818.29	3339.76	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.06	5.77	6.26	6.76
					速动比率	3.43	4.90	5.40	5.92
					股利支付率	45.80%	43.16%	42.44%	42.66%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	677.17	785.66	925.41	1083.48	每股收益	37.17	43.06	50.73	59.46
PE	45.57	39.34	33.39	28.49	每股净资产	128.42	152.16	181.36	215.45
PB	13.19	11.13	9.34	7.86	每股经营现金	41.13	20.66	37.93	45.25
PS	21.72	19.08	16.39	14.15	每股股利	17.03	18.59	21.53	25.37
EV/EBITDA	30.83	26.59	22.37	18.89					
股息率	1.01%	1.10%	1.27%	1.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
行业评级	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	朱晓玲	高级销售经理	18516182077	18516182077	zxl@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn