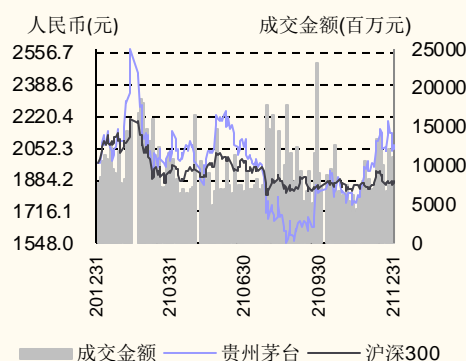


市场价格 (人民币): 2050.00 元

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)	25,752.05
年内股价最高最低 (元)	2576.74/1548.00
沪深 300 指数	4940
上证指数	3640



相关报告

- 1.《行稳致远,关注改革新气象-贵州茅台 Q3 业绩点评》, 2021.10.23
- 2.《股东大会释放积极信号,新管理层焕发新活力-贵州茅台股东大会调...》, 2021.9.27
- 3.《高质量发展,业绩稳中向好-贵州茅台 21 年中报点评》, 2021.8.1
- 4.《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
- 5.《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

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005

李本媛 联系人

21 年圆满收官,静待 22 年多维度改革加速

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	109,008	125,359	145,416
营业收入增长率	15.10%	10.29%	11.24%	15.00%	16.00%
归母净利润 (百万元)	41,206	46,697	51,990	60,841	71,795
归母净利润增长率	17.05%	13.33%	11.34%	17.02%	18.00%
摊薄每股收益 (元)	32.80	37.17	41.39	48.43	57.15
每股经营性现金流净额	35.99	41.07	39.35	44.53	53.17
ROE (归属母公司) (摊薄)	30.30%	28.95%	28.14%	28.57%	29.06%
P/E	36.06	53.75	49.53	42.33	35.87
P/B	10.93	15.56	13.94	12.09	10.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 12月31日,公司发布生产经营情况公告,预计2021年实现总营收1090亿元,同比+11.2%;归母净利润520亿元,同比+11.3%。其中,21Q4总营收319亿元,同比+12%;归母净利润147亿元,同比+14%。

经营分析

- 业绩符合预期,22年量价齐升可期。**1)茅台酒21年实现营收932亿元,同比+9.9%;其中Q4营收282亿元,同比+14%,增速环比明显改善。我们预计,21年茅台酒销量3.55万吨,量增中低个位数;价增中大个位数,渠道改革带动吨价上行。展望明年,考虑18年基酒产量同比+16%,投放量有望显著提升;叠加渠道改革及价格市场化,22年量价齐升可期。2)系列酒21年实现营收126亿元,同比+26.1%;其中Q4营收31亿元,同比+2%,预计大部分由价升驱动,量的投放节奏放缓。3)归母净利率21年持平,Q4同比+0.8pct,主要系产品结构升级所致。
- 茅台基酒生产目标超额达成,产能稳步投放。**21年茅台酒/系列酒基酒产量分别为5.65/2.82万吨,同比+12.5%/+13.1%;年初既定目标为5.53/2.90万吨,茅台酒基酒生产超额完成;系列酒技改项目十四五期间陆续建成,产能亦将逐步投放。当前茅台酒市场供需缺口仍较高,茅台酒基酒超预期达产为中长期市场端供给夯实基础。
- 弱化短期提价博弈,重视长期市场化改革。**近期,茅台发布春节部分打款通知,部分渠道Q1打款完成。我们认为,当前散飞批价2750元,体外利润依旧丰厚,新管理层上任后改革步伐坚定(例如:取消非标和飞天拆箱、800吨的量由营销集团转投向传统经销渠道、引入数字化营销),回收体外利润仍是长期方向。22年放量背景下业绩有望环比加速,珍品、1935等投放或将贡献新弹性,中长期基本面改善具备确定性。

盈利预测与投资建议

- 我们预计,公司21-23年收入增速为11%/15%/16%,归母净利润增速为11%/17%/18%,EPS为41.39/48.43/57.15元,对应PE为50/42/36X,维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险,疫情反复风险,渠道改革不及预测,食品安全问题。

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	109,008	125,359	145,416	货币资金	112,075	13,252	36,091	51,706	72,450	99,109
增长率	15.1%	10.3%	11.2%	15.0%	16.0%		应收账款	958	1,540	1,567	605	695	807
营业成本	-6,659	-7,576	-8,265	-9,320	-10,405	-11,561	存货	23,507	25,285	28,869	30,587	33,922	37,532
%销售收入	8.6%	8.5%	8.4%	8.6%	8.3%	7.9%	其他流动资产	1,359	118,997	122,078	130,115	140,538	151,789
毛利	70,539	81,278	89,728	99,687	114,954	133,856	流动资产	137,898	159,073	188,605	213,012	247,606	289,237
%销售收入	91.4%	91.5%	91.6%	91.5%	91.7%	92.1%	%总资产	86.3%	86.9%	88.4%	88.2%	89.4%	90.7%
营业税金及附加	-11,289	-12,733	-13,887	-15,741	-18,014	-20,824	长期投资	29	320	30	30	30	30
%销售收入	14.6%	14.3%	14.2%	14.4%	14.4%	14.3%	固定资产	17,203	17,663	18,673	19,763	20,314	20,731
销售费用	-2,572	-3,279	-2,548	-2,856	-3,184	-3,664	%总资产	10.8%	9.6%	8.8%	8.2%	7.3%	6.5%
%销售收入	3.3%	3.7%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	无形资产	3,668	4,886	4,965	5,455	5,692	5,876
管理费用	-5,326	-6,168	-6,790	-8,067	-9,201	-10,586	非流动资产	21,949	23,969	24,791	28,418	29,206	29,808
%销售收入	6.9%	6.9%	6.9%	7.4%	7.3%	7.3%	%总资产	13.7%	13.1%	11.6%	11.8%	10.6%	9.3%
研发费用	-22	-49	-50	-59	-63	-73	资产总计	159,847	183,042	213,396	241,430	276,811	319,046
%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	72,965	84,492	98,708	应付款项	4,583	5,103	4,600	6,124	6,410	6,694
%销售收入	66.5%	66.5%	67.8%	66.9%	67.4%	67.9%	其他流动负债	37,855	35,990	41,074	41,127	44,952	49,643
财务费用	4	-7	235	830	1,194	1,668	流动负债	42,438	41,093	45,674	47,251	51,362	56,338
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.8%	-1.0%	-1.1%	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	47,253	51,364	56,339
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	112,839	136,010	161,323	184,749	212,929	247,038
%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	73,797	85,688	100,381	未分配利润	95,982	115,892	137,594	161,949	190,128	224,238
营业利润率	66.5%	66.4%	68.0%	67.7%	68.4%	69.0%	少数股东权益	4,570	5,866	6,398	9,428	12,518	15,668
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	241,430	276,811	319,046
税前利润	50,828	58,783	66,197	73,547	85,458	100,181	比率分析						
利润率	65.8%	66.2%	67.6%	67.5%	68.2%	68.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-12,998	-14,813	-16,674	-18,526	-21,527	-25,236	每股指标						
所得税率	25.6%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	每股收益	28.02	32.80	37.17	41.39	48.43	57.15
净利润	37,830	43,970	49,523	55,020	63,931	74,945	每股净资产	89.83	108.27	128.42	147.07	169.50	196.66
少数股东损益	2,626	2,764	2,826	3,030	3,090	3,150	每股经营现金净流	32.94	35.99	41.07	39.35	44.53	53.17
归属于母公司的净利润	35,204	41,206	46,697	51,990	60,841	71,795	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%	47.7%	48.5%	49.4%	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%	28.14%	28.57%	29.06%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	22.02%	22.51%	21.88%	21.53%	21.98%	22.50%
净利润	37,830	43,970	49,523	55,020	63,931	74,945	投入资本收益率	32.54%	31.12%	29.64%	28.11%	28.04%	28.11%
少数股东损益	2,626	2,764	2,826	3,030	3,090	3,150	增长率						
非现金支出	1,177	1,243	1,317	1,370	1,514	1,649	主营业务收入增长率	26.43%	15.10%	10.29%	11.24%	15.00%	16.00%
非经营收益	354	-40	-100	251	230	198	EBIT增长率	32.04%	15.04%	12.54%	9.80%	15.80%	16.83%
营运资金变动	2,025	32	857	-7,215	-9,738	-9,998	净利润增长率	30.00%	17.05%	13.33%	11.34%	17.02%	18.00%
经营活动现金净流	41,385	45,205	51,598	49,426	55,938	66,795	总资产增长率	18.75%	14.51%	16.58%	13.14%	14.65%	15.26%
资本开支	-1,607	-3,149	-2,089	-5,245	-2,531	-2,451	资产管理能力						
投资	0	0	295	1	2	4	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-22	-17	-11	0	0	0	存货周转天数	1,248.7	1,175.4	1,195.7	1,200.0	1,190.0	1,185.0
投资活动现金净流	-1,629	-3,166	-1,805	-5,243	-2,529	-2,447	应付账款周转天数	59.5	64.8	63.1	53.0	52.5	52.0
股权募资	0	833	0	0	0	0	固定资产周转天数	72.1	62.2	60.4	56.6	50.0	43.6
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-16,441	-20,117	-24,127	-28,568	-32,665	-37,690	净负债/股东权益	-95.46%	-9.34%	-21.52%	-26.63%	-32.14%	-37.73%
筹资活动现金净流	-16,441	-19,284	-24,127	-28,568	-32,665	-37,690	EBIT利息保障倍数	-14,577.4	7,917.5	-283.2	-87.9	-70.8	-59.2
现金净流量	23,315	22,755	25,665	15,615	20,744	26,659	资产负债率	26.55%	22.49%	21.40%	19.57%	18.56%	17.66%

来源：公司年报、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，不作为或被视作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