

➤ **事件：**公司公告 2021 年生产经营情况，全年共生产茅台基酒 5.65 万吨，同比增长 12.5%，系列酒基酒 2.82 万吨，同比增长 12.8%；预计实现营业收入 1090 亿元，同比增长 11.2%，归母净利润 520 亿元，同比增长 11.3%。

➤ **顺利完成 2021 年既定目标，Q4 环比加速。**公司预计全年营收 1090 亿元，同增 11.2%，顺利完成 10.5% 营收增长目标，其中茅台酒收入 932 亿元，同比增长 9.87%，我们分析主因精品、生肖等非标茅台提价以及直营比例提高带来的吨价提升，系列酒收入 126 亿元，同增 26.11%，公司系列酒改革初现成效，聚焦金王子等核心单品结构升级明显。单 Q4，公司预计实现收入 284.18 亿元，同增 12.42%，归母净利润 147.24 亿元，同增 14.48%，环比第三季度，营收利润增速环比提升 2.43pct/2.13pct。

➤ **展望 2022：业绩边际提速，量价齐升值得期待。**考虑茅台基酒五年存储周期，2017-2018 年茅台基酒产量分别为 4.28、4.97 万吨，同比分别增长 8.94%、15.98%，考虑损耗加权平均计算 2022 年可供销售的基酒产量约 3.7 万吨，较 2020 年 3.43 万吨销量有望实现约 8% 的量增。吨价方面，公司持续升级非标茅台，于 2021 年年底推出新珍品，据酒说报道，自 2022 年 1 月 1 日起，茅台新珍品零售指导价由 4499 元上调至 4599 元，陈年酒 15 由 4999 元上调至 5999 元。即使不考虑飞天的直接提价，通过加大直营比例，提升非标茅台，我们预计茅台酒吨价将实现 5% 以上的提升，2022 年公司营收增长或将提速。

➤ **市场化改革稳步推进，价格红利将逐步兑现。**自丁雄军董事长接任以来，公司积极推进市场化改革，采取了取消拆箱政策，推出 1*12 包装保障散瓶供应，取消茅台酒酒店购酒政策等一系列措施，整箱批价逐步回落至 3300 元附近，散瓶维持 2800 元左右，茅台酒消费趋于良性，改革循序渐进未来可期。

长期来看，茅台酒价格受超高的品牌力以及我国居民日益强劲的消费力支撑，市场化改革下，厂商、经销商利益链将重塑，未来公司或将通过加大直营渠道建设、搭建云商平台，调整价格体系等多种方式，享有更多的价格红利。

➤ **投资建议：**公司作为中国白酒第一品牌，行业龙头地位稳固。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 1090.58、1248.23、1557.96 亿元，归母净利润分别为 520.40、601.50、761.59 亿元，EPS 分别 41.43、47.88、60.63 元。按公司 2022 年业绩，考虑过去两年公司平均 PE (TTM) 约 48 倍估值，给予目标价 2298 元，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济疲软影响白酒消费，疫情反复影响白酒消费

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 97,993 | 109,058 | 124,823 | 155,796 |
| 增长率 (%) | 10.3% | 11.3% | 14.5% | 24.8% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 46,697 | 52,040 | 60,150 | 76,159 |
| 增长率 (%) | 13.3% | 11.4% | 15.6% | 26.6% |
| 每股收益 (元) | 37.17 | 41.43 | 47.88 | 60.63 |
| PE | 55.2 | 49.5 | 42.8 | 33.8 |
| PB | 16.0 | 13.8 | 11.8 | 9.8 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 01 月 04 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

2051.2 元

目标价：

2298.0 元



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：李啸

执业证号：S0100521100002

邮箱：lixiao@mszq.com

相关研究

1. 贵州茅台 (600519.SH) 点评报告：业绩稳增，改革新政稳步推进
2. 贵州茅台 (600519) 2021 年半年报点评：上半年实现稳健增长，直营收入占比达历史最高
3. 贵州茅台 (600519) 2021 年一季报点评：收入端实现稳健增长，税金确认拖累短期业绩
4. 贵州茅台 (600519) 2020 年年报点评：“十三五”稳健收官，“十四五”远大目标可期
5. 贵州茅台 (600519) 2020 年度生产经营情况点评：整体经营稳健，“十四五”行以致远

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 97,993 | 109,058 | 124,823 | 155,796 |
| 营业成本 | 8,265 | 8,475 | 9,086 | 9,970 |
| 营业税金及附加 | 13,887 | 15,268 | 17,475 | 21,811 |
| 销售费用 | 2,548 | 3,272 | 3,745 | 4,674 |
| 管理费用 | 6,790 | 7,634 | 8,738 | 10,906 |
| 研发费用 | 50 | 37 | 53 | 71 |
| EBIT | 66,453 | 74,372 | 85,727 | 108,364 |
| 财务费用 | (235) | (271) | (502) | (735) |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 66,635 | 74,643 | 86,229 | 109,099 |
| 营业外收支 | (438) | (300) | (300) | (300) |
| 利润总额 | 66,197 | 74,343 | 85,929 | 108,799 |
| 所得税 | 16,674 | 18,586 | 21,482 | 27,200 |
| 净利润 | 49,523 | 55,757 | 64,447 | 81,599 |
| 归属于母公司净利润 | 46,697 | 52,040 | 60,150 | 76,159 |
| EBITDA | 67,770 | 75,708 | 87,135 | 109,836 |

| 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 36091 | 66975 | 97958 | 148233 |
| 应收账款及票据 | 1533 | 1636 | 1748 | 1870 |
| 预付款项 | 898 | 1386 | 1444 | 1433 |
| 存货 | 28869 | 29984 | 35637 | 39137 |
| 其他流动资产 | 118226 | 118226 | 118226 | 118226 |
| 流动资产合计 | 185652 | 218720 | 254976 | 309453 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 16225 | 16713 | 17498 | 18134 |
| 无形资产 | 4817 | 5158 | 5631 | 5879 |
| 非流动资产合计 | 27744 | 27911 | 28377 | 28419 |
| 资产合计 | 213396 | 246631 | 283353 | 337872 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 1342 | 1523 | 1641 | 1737 |
| 其他流动负债 | 15852 | 15852 | 15852 | 15852 |
| 流动负债合计 | 45674 | 49522 | 50690 | 55015 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 非流动负债合计 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 负债合计 | 45675 | 49523 | 50691 | 55016 |
| 股本 | 1256 | 1256 | 1256 | 1256 |
| 少数股东权益 | 6398 | 10115 | 14412 | 19852 |
| 股东权益合计 | 167721 | 197098 | 232662 | 282856 |
| 负债和股东权益合计 | 213396 | 246621 | 283344 | 337863 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 10.3% | 11.3% | 14.5% | 24.8% |
| EBIT 增长率 | 12.5% | 11.9% | 15.3% | 26.4% |
| 净利润增长率 | 13.3% | 11.4% | 15.6% | 26.6% |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 91.6% | 92.2% | 92.7% | 93.6% |
| 净利润率 | 47.7% | 47.7% | 48.2% | 48.9% |
| 总资产收益率 ROA | 21.9% | 21.1% | 21.2% | 22.5% |
| 净资产收益率 ROE | 28.9% | 27.8% | 27.6% | 29.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 4.1 | 4.4 | 5.0 | 5.6 |
| 速动比率 | 3.4 | 3.8 | 4.3 | 4.9 |
| 现金比率 | 0.8 | 1.4 | 1.9 | 2.7 |
| 资产负债率 (%) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | — | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 存货周转天数 | 1,179.4 | 1,250.0 | 1,300.0 | 1,350.0 |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 37.2 | 41.4 | 47.9 | 60.6 |
| 每股净资产 | 128.4 | 148.8 | 173.7 | 209.4 |
| 每股经营现金流 | 41.0 | 47.0 | 49.4 | 66.5 |
| 每股股利 | 19.3 | 21.0 | 23.0 | 25.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 55.2 | 49.5 | 42.8 | 33.8 |
| PB | 16.0 | 13.8 | 11.8 | 9.8 |
| EV/EBITDA | 37.4 | 33.1 | 28.4 | 22.1 |
| 股息收益率 (%) | 0.9% | 1.0% | 1.1% | 1.2% |

| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 净利润 | 49,523 | 55,757 | 64,447 | 81,599 |
| 折旧和摊销 | 1,245 | 1,336 | 1,408 | 1,472 |
| 营运资金变动 | 857 | 1,664 | (4,105) | 123 |
| 经营活动现金流 | 51,526 | 59,057 | 62,051 | 83,493 |
| 资本开支 | 2,089 | 1,793 | 2,175 | 1,814 |
| 投资 | 295 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (1,805) | (1,793) | (2,175) | (1,814) |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (24,128) | (26,380) | (28,893) | (31,405) |
| 现金净流量 | 25,594 | 30,884 | 30,983 | 50,275 |

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001