

2022年01月04日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

2300

公司基本信息

产业别	食品饮料
A 股价(2021/12/31)	2050.00
上证指数(2021/12/31)	3639.78
股价 12 个月高/低	2603.37/1525.5
总发行股数(百万)	1256.20
A 股数(百万)	1256.20
A 市值(亿元)	25752.05
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (54.00%)
每股净值(元)	138.79
股价/账面净值	14.77
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-5.5 -16.3 141.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021-10-25	1901.00	买入
2021-08-02	1678.99	买入
2021-04-28	2094.44	买入
2021-03-30	2056.05	买入
2021-01-04	1998.00	区间操作

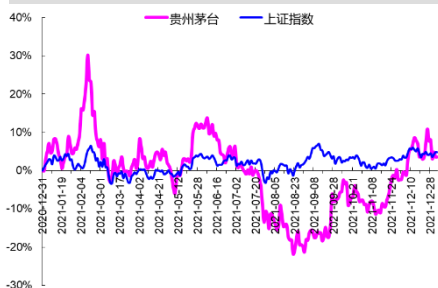
产品组合

茅台酒	87%
系列酒	13%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.1%
一般法人	71.4%

股价相对大盘走势



贵州茅台 (600519.SZ) TRADING BUY 区间操作

预告 2021 年全年净利润增 11.3%，符合预期，稳健收官

结论与建议：

业绩概要：

公司预告全年实现营业总收入 1090 亿，同比增 11.2%，录得净利润 520 亿左右，同比增 11.3%。据此计算，4Q 实现营业总收入 320 亿左右，同比增 12.7%，录得净利润 147 亿，同比增 14.4%。全年业绩符合预期，顺利完成年初既定目标。此外，全年生产茅台酒基酒 5.65 万吨，系列酒基酒 2.82 万吨。

- 全年茅台酒收入 932 亿，同比增 10%，系列酒收入 126 亿，同比增 26%，根据公告计算，4Q 茅台酒单季收入在 282 亿左右，同比增 14.3%，相较前几季度增速有明显提升，我们认为主要在于旺季普茅和非标放量，以及直销渠道占比持续提升，预计全年直销占比超 20%；系列酒单季度实现收入 30.6 亿左右，同比增 2.3%，顺利达成全年各项目标。
- 在新管理层营销变革的领导下，当前茅台酒散件行情价回升至 2700 元/瓶左右，“拆箱令”全面取消后，整箱单瓶价格回落至 3250 元左右，价差有所缩小。年底以来，市场对茅台酒提价预期较高，但目前尚无官方的提价消息。新年伊始，茅台新珍品酒和陈年酒 15 零售指导价均有上调，其中新珍品酒由 4499 元/瓶升值 4599 元/瓶，陈年酒 15 由 4999 元/瓶上调至 5999 元/瓶，业内视为对市场反应的测试，另一方面，也是茅台强化高端产品矩阵，拉升品牌价值并调整产品结构的举措，预计后续公司将持续进行营销改革，进一步梳理产品及渠道关系，直销渠道也有望进一步放量。
- 我们预期在不提价的情况下，公司 2022 年将持续稳健增长，非标产品提价以及直销渠道的持续放量将带来业绩增量。产能来看，2021 年茅台酒基酒产量超额达成（年初既定目标为 5.53 万吨），随着未来技改完成，系列酒产能有望继续扩张，且参考过往年份基酒产出情况，未来茅台酒产量瓶颈将有所缓解。
- 预计 2021-2023 年将分别实现净利润 520 亿、588 亿和 662 亿，分别同比增 11.3%、13.1%和 12.4%，EPS 分别为 41.39 元、46.81 元和 52.62 元，当前股价对应 PE 分别为 50 倍、44 倍和 39 倍，予以“区间操作”的投资建议。

■ 风险提示：疫情影响反复，营销改革不及预期

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	35204	41206	46697	51993	58805	66102
同比增减	%	30.00	17.05	13.33	11.34	13.10	12.41
每股盈余 (EPS)	RMB 元	28.02	32.80	37.17	41.39	46.81	52.62
同比增减	%	29.96	17.06	13.32	11.35	13.10	12.41
市盈率(P/E)	X	73.16	62.50	55.15	49.53	43.79	38.96
股利 (DPS)	RMB 元	14.54	17.03	19.29	21.52	24.34	27.36
股息率 (Yield)	%	0.71	0.83	0.94	1.05	1.19	1.33

**【投资评等说明】**

**评等定义**

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
营业收入	77199	88854	97993	109092	122118	137320
经营成本	6523	7430	8154	9535	10411	11629
营业税金及附加	11289	12733	13887	15648	17240	19395
销售费用	2572	3279	2548	2793	3127	3517
管理费用	5326	6168	6790	7940	8751	9843
财务费用	-4	7	-235	-703	-682	-765
资产减值损失	1			0	0	0
投资收益			0	16	0	0
营业利润	51343	59041	66635	73739	83207	93630
营业外收入	12	9	11	9	9	9
营业外支出	527	268	449	222	164	282
利润总额	50828	58783	66197	73526	83052	93357
所得税	12998	14813	16674	18449	20762	23338
少数股东损益	2626	2764	2826	3084	3485	3916
归属于母公司所有者的净利润	35204	41206	46697	51993	58805	66102

附二：合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
货币资金	112075	13252	36091	46918	56302	67563
拆出资金	0	117378	118200	136282	159870	185686
应收账款	0	0	0	0	0	0
存货	23507	25285	28869	32333	35567	39123
流动资产合计	137862	159024	185652	215533	251739	292372
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	15249	15144	16225	16712	17213	17730
在建工程	1954	2519	2447	2570	2698	2833
非流动资产合计	21985	24018	27744	29963	31461	33034
资产总计	159847	183042	213396	245497	283200	325406
流动负债合计	42438	41093	45674	59197	68673	79149
非流动负债合计	0	73	1	20	21	22
负债合计	42438	41166	45675	59217	68694	79171
少数股东权益	4570	5866	6398	6718	7054	7406
股东权益合计	112839	136010	161323	186280	214506	246235
负债及股东权益合计	159847	183042	213396	245497	283200	325406

附三：合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
经营活动产生的现金流量净额	41385	45211	51669	57819	64722	72780
投资活动产生的现金流量净额	-1629	-3166	-1805	-1636	-1221	-1373
筹资活动产生的现金流量净额	-16441	-19284	-24128	-27273	-30529	-34330
现金及现金等价物净增加额	23315	22761	25737	28909	32972	37076

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。