

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

贵州茅台 (600519.SH)

维持评级

报告原因：事件点评

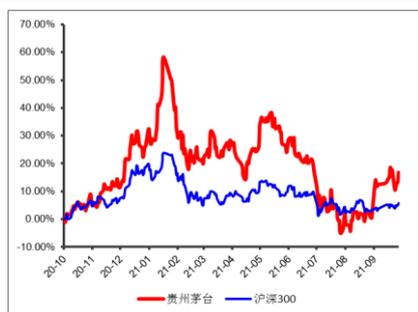
2021 稳中有进，2022 实现开门红

买入

2022 年 3 月 29 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 3 月 29 日

收盘价(元)：1667.00

年内最高/最低(元)：2216.96/1593

流通 A 股/总股本(亿)：12.56/12.56

流通 A 股市值(亿)：20941

总市值(亿)：20941

基础数据：2021 年 12 月 31 日

基本每股收益：37.17

每股净资产(元)：128.42

净资产收益率：31.41%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 公司公告：2021 年度主要财务数据及 2022 年第一季度主要经营情况：2021 年实现营业总收入 1094.6 亿元，同比增长 11.71%；净利润 524.6 亿元，同比增长 12.34%。2022 年第一季度，公司预计实现营业总收入 331 亿元左右，同比增长 18% 左右；预计实现归属于上市公司股东的净利润 166 亿元左右，同比增长 19% 左右。

事件点评

- 2021Q4 环比加速增长，2022 如期实现开门红，2021 年公司实现营业收入 1094.6 亿元，同比增长 11.71%，归母净利润为 524.6 亿元，同比增长 12.34%。略超业绩预告，其中单 21Q4 实现营业收入 324.11 亿元，同比增长 14.0%，归母净利润 151.94 亿元，同比增长 18.1%，环比加速增长。22Q1 收入利润分别同比增加约 18%/19%，继续延续 21Q4 的良好势头，主要在于公司主动作为，攻坚克难，以奋进姿态和有力措施打好了“主动战”，产品销售势头向好，市场呈现旺销态势，顺利实现了“开门稳”“开门红”。
- 产品矩阵进一步丰富，强化品牌形象。公司去年下半年以来市场动作频出，茅台 1935 定位千元，连接和贯通茅台酒和茅台酱香系列酒；2021 年年底发布新品茅台珍品，属于超高端系列，产品定位介于精品茅台酒和陈年茅台酒 15，有利于丰富超高端、高端产品矩阵，助力结构升级。此外，上调茅台新珍品和茅台陈年酒 15 两款产品零售指导价，分别提升 100/1000 元至 4599/5999 元。非标茅台 2022 年有望贡献量价。
- “i 茅台”3 月 31 日上线试运行，营销改革再迈一步。据贵州茅台官微消息，2022 年 3 月 31 日，茅台酒股份公司打造的“i 茅台”数字营销 APP 将正式上线启动试运行。消费者可预约申购虎年生肖茅台/茅台 1935/珍品茅台，暂不销售飞天茅台，同时将整合接入 12 家第三方电商平台，提供购买飞天茅台酒的抢购信息。这是公司进行数字融合，实施数字营销法，加快补齐新零售短板。
- 2021 年经营超年初目标，2022 有望加速增长。2021 年是“十四五”开局之年，2021 经营目标：营业总收入较上年度增长 10.5% 左右，2021 年营业总收入超过年初目标。此外，2022 年业绩有望加速增长。1) 贵州茅台市场营销改革预期较强：一是新帅上任，给市场传递发展信



心，特别正面回答市场关心的有关营销体制、价格体系改革方面问题，二是受产能供给约束，16-18 年茅台基酒产量增速较慢，2022 年量增瓶颈有望突破。三是直营渠道投放比例提升以及非标产品提价效应凸显，助力茅台加速增长。

投资建议

短期来看，定调平稳，直营渠道投放比例提升以及非标产品提价，2021 年平稳收官。展望 2022 年，新帅上任，营销改革或加速落地，成为业绩新的增长点。中长期看，我们认为茅台的稀缺性、高渠道利润护城河构建的安全垫助力公司持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 524.75 亿、608.45 亿、704.88 亿，EPS 分别为 41.77 元、48.44 元、56.11 元，对应当前股价，PE 分别为 39 倍、34 倍、29 倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险、疫情发展超预期

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	185,652	225,425	275,645	337,645
现金	36,091	42,193	25,007	28,758
应收账款	34	428	213	286
其他应收款	34	68	76	76
预付账款	898	983	918	647
存货	28,870	23,393	20,581	28,994
其他流动资产	119,723	158,360	228,849	278,884
非流动资产	27,744	23,472	22,126	20,600
长期投资	0	0	0	0
固定资产	16,225	15,197	14,170	13,142
无形资产	4,817	4,496	4,196	3,917
其他非流动资产	6,701	3,779	3,759	3,541
资产总计	213,396	248,897	297,770	358,245
流动负债	45,674	48,697	59,790	76,590
短期借款	0	0	5,408	11,840
应付账款	1,342	1,562	1,726	1,875
其他流动负债	44,331	47,134	52,656	62,875
非流动负债	1	21	28	12
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	21	28	12
负债合计	45,675	48,718	59,817	76,602
少数股东权益	6,398	9,933	13,886	18,417
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	157,769	187,615	221,436	260,595
归属母公司股东权益	161,323	190,246	224,067	263,226
负债和股东权益	213,396	248,897	297,770	358,245

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	51,669	26,181	4,061	28,676
净利润	49,523	52,475	60,845	70,488
折旧摊销	1,317	1,349	1,327	1,307
财务费用	0	(587)	(369)	28
投资损失	(0)	0	0	0
营运资金变动	17,902	(30,590)	(61,696)	(47,679)
其他经营现金流	(17,073)	3,535	3,953	4,531
投资活动现金流	(1,805)	0	0	0
资本支出	0	0	0	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,993	109,468	125,035	143,790
营业成本	8,154	8,539	9,390	10,583
营业税金及附加	13,887	15,687	17,792	20,461
销售费用	2,548	3,284	3,376	3,451
管理费用	6,790	7,378	7,927	8,685
财务费用	(235)	(587)	(369)	28
资产减值损失	0	(0)	(0)	0
公允价值变动收				
益	5	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	66,635	75,168	86,918	100,581
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	449	300	300	300
利润总额	66,197	74,879	86,629	100,292
所得税	16,674	18,869	21,830	25,274
净利润	49,523	56,009	64,798	75,019
少数股东损益	2,826	3,535	3,953	4,531
归属母公司净利				
润	46,697	52,475	60,845	70,488
EBITDA	67,927	75,930	87,876	101,917
EPS (元)	37.17	41.77	48.44	56.11

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	10.29%	11.71%	14.22%	15.00%
营业利润	12.86%	12.81%	15.63%	15.72%
归属于母公司净利				
润	13.33%	12.37%	15.95%	15.85%
获利能力				
毛利率(%)	91.68%	92.20%	92.49%	92.64%
净利率(%)	47.65%	47.94%	48.66%	49.02%
ROE(%)	29.53%	27.98%	27.23%	26.64%
ROIC(%)	38.48%	43.25%	35.90%	30.85%
偿债能力				
资产负债率(%)	21.40%	19.57%	20.09%	21.38%
净负债比率(%)	3.03%	1.74%	9.96%	9.11%
流动比率	4.06	4.63	4.61	4.41
速动比率	3.43	4.15	4.27	4.03
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.47	0.46	0.44
应收账款周转率	#DIV/0!	608.33	503.24	828.45



长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	68.62	75.37	76.05	79.88
其他投资现金流	(1,805)	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	(24,128)	(22,042)	(21,247)	(24,925)	每股收益(最新摊薄)	37.17	41.77	48.44	56.11
					每股经营现金流(最新摊薄)				
短期借款	0	0	5,408	6,432		41.13	20.84	3.23	22.83
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	128.42	151.45	178.37	209.54
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	44.7	39.8	34.3	29.6
其他筹资现金流	(24,128)	(22,042)	(26,656)	(31,357)	P/B	12.9	11.0	9.3	7.9
现金净增加额	25,736	4,140	(17,186)	3,751	EV/EBITDA	36.47	27.34	23.96	20.77

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

