

2022年03月31日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 贵州茅台(600519): 2021年如期收官, 2022年业绩加速

推荐 (维持)

事件

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

邮箱: sunss@cfsc.com.cn

2022年03月30日晚间, 公司发布2021年年报: 2021年总营收1094.64亿元(+11.71%), 归母净利润524.60亿元(+12.34%)。

## 基本数据

2022-03-30

当前股价(元)	1,730.10
总市值(亿元)	21,733.5
总股本(百万股)	1,256.2
流通股本(百万股)	1,256.2
52周价格范围(元)	1525.5-2320
日均成交额(百万元)	7,358.4

## 投资要点

### ■ 四季度加速明显, 蓄水池明显

根据年报, 公司2021Q4营收324.11亿元, 同增14%; 归母净利润151.94亿元, 同增18%; 扣非152.24亿元, 同增16%。毛利率2021年为91.5% (同增0.1pct), 其中2021Q4为92.37% (同增0.7pct), 系提价及产品结构优化所致。净利率2021年为52.47% (同增0.3pct), 其中2021Q4为51.18% (同增2pct)。2021年销售费用27.37亿元 (同增7%), 系公司酱香系列酒广告及市场拓展费增加; 2021年管理费用84.50亿元 (同增24%), 系公司职工薪酬费用、维修费增加。2021年经营活动现金流金额640亿元 (同增24%), 系公司销售商品及提供劳务得到现金1193.21亿元, 同增11.5%。

2021年末合同负债为127.18亿元, 环增35.81亿元, 同减6亿元。2022年经营目标: 一是营业总收入较上年度增长15%左右; 二是完成基本建设投资69.69亿元。

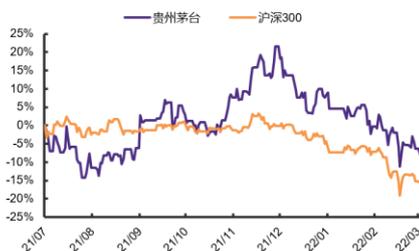
### ■ 直营占比持续提升, 系列酒吨价提升明显

量价来看, 2021年销量6.64万吨, 同增3.7%; 对应吨价为160万元/吨, 同增8%。其中茅台酒营收934.65亿元 (同增10.22%), 销量为3.63万吨 (同增5.7%), 对应吨价为257.5万元/吨 (同增4.1%); 系列酒营收125.95亿元 (同增26.1%), 销量为3.02万吨 (同增1.5%), 对应吨价为41.7万元/吨 (同增24.5%)。

分渠道来看, 2021年直销营收240.3亿元 (同增81.5%), 占比为22.7% (同增8pct), 毛利率96.12% (同增0.5pct); 批发渠道营收820.3亿元 (同增0.6%), 毛利率90.30% (同减0.5pct)。分区域来看, 2021年国内营收1034.4亿元, 同增12%; 国外营收26.2亿元, 同增8%; 截止2021年末共有2193个经销商, 其中国内2089个, 净增加43个。

近期公司新上线电商平台—“i茅台”, 预计将于3月31日正式运行。目前拟上线四款产品: 53度500ml贵州茅台酒(壬寅虎年)、53度500ml茅台1935、53度375ml\*2(壬寅虎年)、53度500ml贵州茅台酒(珍品), 普飞有望后续上

## 市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 相关研究

《贵州茅台(600519)事件点评报告: 如期开门红, 改革望加速》—2022-03-29

《贵州茅台(600519)事件点评报告: 2021年顺利收官, 2022年可期》—2021-12-31

《贵州茅台(600519)动态研究报告: 行稳致远, 改革加速, 正在路上》—2021-12-24

线。新电商平台上线标志公司改革进程加速，公司有望进入快车道。

## ■ 茅台换帅新举措，优化调整是重要看点

2021年8月底茅台换帅，丁雄军担任公司董事长，提出公司改革的方向：市场化和法制化，释放积极信号。

十四五期间，茅台的优化调整是重要看点，主要分为调价格、调产品结构和调渠道结构。价格方面，公司已取消拆箱政策，回归市场化，整茅和散茅批价有望继续收窄，我们预计十四五期间茅台至少提价一次。产品结构方面，我们认为公司将继续调非标产品占比带动吨价提升，今年以来对非标产品进行提价亦证实这一点；系列酒产品结构将持续优化，内部实施“大单品”战略，以茅台王子酒为核心的“1+N”大单品群，汉酱和贵州大曲已成10亿级大单品。渠道结构调整是十四五期间又一重要看点，未来经销商配额将保持不变，公司将重点开拓直营渠道（包括自营、电商、商超及企业团购等渠道）。2018年以来公司加强重视对直营渠道的投放，特别是中秋国庆、春节等旺季的投放，先后与全国性超市如永辉等、区域性超市如步步高、电商如天猫、京东等非经销渠道签约茅台配额，增加与消费者接触的广度、深度及频次，增加当年茅台的开瓶率。

## ■ 盈利预测

我们继续看好品牌护城河，中长期高端酒格局仍旧稳定，茅台定海神针作用仍明显。我们预计2022-2024年EPS分别为49.62/58.00/67.41元，当前股价对应PE分别为35/30/26倍，维持“推荐”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、产能扩张不及预期、直营渠道增长不及预期、改革进程不及预期、批价快速上行风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	109,464	127,077	145,940	166,142
增长率（%）	11.7%	16.1%	14.8%	13.8%
归母净利润（百万元）	52,460	62,330	72,855	84,685
增长率（%）	12.3%	18.8%	16.9%	16.2%
摊薄每股收益（元）	41.76	49.62	58.00	67.41
ROE（%）	26.6%	26.9%	26.8%	26.5%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>					营业收入	109,464	127,077	145,940	166,142
现金及现金等价物	51,810	85,030	125,317	172,524	营业成本	8,983	9,942	11,171	12,018
应收款	33	174	120	91	营业税金及附加	15,304	18,045	20,578	23,260
存货	33,394	35,272	36,532	37,694	销售费用	2,737	3,431	3,794	4,154
其他流动资产	135,528	136,576	137,422	138,149	管理费用	8,450	9,277	10,362	11,630
流动资产合计	220,766	257,052	299,391	348,458	财务费用	-935	-2,381	-3,509	-4,831
<b>非流动资产:</b>					研发费用	62	72	83	94
金融类资产	135,067	136,067	136,867	137,567	费用合计	10,315	10,399	10,730	11,047
固定资产	17,472	17,701	17,078	16,162	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	2,322	929	372	149	公允价值变动	-2	0	0	0
无形资产	6,208	5,898	5,588	5,293	投资收益	58	58	58	58
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	74,751	88,749	103,520	119,875
其他非流动资产	8,400	8,400	8,400	8,400	加: 营业外收入	69	50	40	30
非流动资产合计	34,403	32,927	31,437	30,003	减: 营业外支出	292	270	220	200
资产总计	255,168	289,979	330,827	378,461	利润总额	74,528	88,529	103,340	119,705
<b>流动负债:</b>					所得税费用	18,808	22,221	25,835	29,807
短期借款	0	0	0	0	净利润	55,721	66,308	77,505	89,899
应付账款、票据	2,010	2,300	2,435	2,513	少数股东损益	3,260	3,979	4,650	5,214
其他流动负债	55,904	55,904	55,904	55,904	归母净利润	52,460	62,330	72,855	84,685
流动负债合计	57,914	58,205	58,340	58,417					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	296	296	296	296	营业收入增长率	11.7%	16.1%	14.8%	13.8%
非流动负债合计	296	296	296	296	归母净利润增长率	12.3%	18.8%	16.9%	16.2%
负债合计	58,211	58,501	58,636	58,714	盈利能力				
<b>所有者权益</b>					毛利率	91.8%	92.2%	92.3%	92.8%
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	四项费用/营收	9.4%	8.2%	7.4%	6.6%
股东权益	196,958	231,478	272,191	319,747	净利率	50.9%	52.2%	53.1%	54.1%
负债和所有者权益	255,168	289,979	330,827	378,461	ROE	26.6%	26.9%	26.8%	26.5%
<b>现金流量表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	偿债能力				
净利润	55721	66308	77505	89899	资产负债率	22.8%	20.2%	17.7%	15.5%
少数股东权益	3260	3979	4650	5214	营运能力				
折旧摊销	1469	1475	1475	1418	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
公允价值变动	-2	0	0	0	应收账款周转率	3301.2	730.0	1216.7	1825.0
营运资金变动	3581	-1775	-1118	-1083	存货周转率	0.3	0.8	0.9	0.9
经营活动现金净流量	64029	69987	82513	95448	每股数据 (元/股)				
投资活动现金净流量	-5562	165	380	439	EPS	41.76	49.62	58.00	67.41
筹资活动现金净流量	-25246	-31788	-36792	-42342	P/E	41.4	34.9	29.8	25.7
现金流量净额	33,220	38,363	46,101	53,544	P/S	19.9	17.1	14.9	13.1
					P/B	11.5	9.9	8.5	7.3

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**何宇航：**山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

## ■ 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，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。