

600519.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 1780.01

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 贵州茅台 2021 年年报业绩点评。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.2)	(4.2)	(13.2)	(12.1)
相对上证指数	(3.6)	1.7	(3.4)	(6.8)

发行股数(百万)	1,256
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	2,236,045
3个月日均交易额(人民币 百万)	6,689
净负债比率(%) (2022E)	(41)
主要股东(%)	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	54

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 4 月 1 日收市价为标准

相关研究报告

《贵州茅台: 2022 年 1-2 月业绩提速, 提振市场信心》20220308

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

贵州茅台

21 年业绩稳健增长, 新团队新气象, 预计 22 年将明显提速

贵州茅台公布 21 年报。2021 年实现营收 1061.9 亿元, 同比增长 11.9%, 净利 524.6 亿元, 同比增长 12.3%, 每股收益 41.76 元。4Q21 营收和净利分别为 315 亿元和 152 亿元, 营收同比增 13.9%, 净利增 18.1%, 与前期的业绩预告基本一致。

支撑评级的要点

- 21 年茅台酒量价稳步提升, 直销比例大幅上升, 系列酒营收提速。2021 年公司营业收入 1061.9 亿元, 其中 4Q21 营收 315 亿元, 同比增 13.9%。

(1) 分产品来看, 茅台酒 21 年营收 935 亿元, 同比增长 10.2%。销量 3.63 万吨, 同比增 5.68%, 21 年茅台酒的市场投放节奏较为保守。产品吨价 257.8 万元, 同比增 4.3%, 产品均价提升与直销占比提高和非标产品提价有关。系列酒方面实现收入 125.9 亿元, 同比增 26.06%, 销量 3.02 万吨, 同比增 1.46%, 吨价 41.7 万元, 同比增 24.2%。随着销售体系调整结束, 经销商数量恢复增长, 系列酒重新提速, 产品结构不断得到优化, 收入贡献主要来自吨价提升, 销量增幅较小。(2) 分渠道来看, 2021 年公司直销收入 240.3 亿元, 同比增 81.5%, 收入占比 23%, 同比 2020 年上升 8.7pct, 其中 4Q21 收入高达 93.4 亿元, 同比增 94.4%。公司通过提升直销占比, 明显提升了产品均价。传统经销渠道继续优化, 2021 年经销商增加 63 家, 减少 20 家, 增加的主要是普香系列酒的经销商, 减少的主要是茅台酒经销商。

- 新团队新气象, 基酒产能充裕, 2022 年值得期待, 有望明显提速。(1) 3 季度新老董事长完成交班, 我们认为新的管理团队可以更加心无旁骛地做好生产经营。新董事长在股东大会上提出了, 茅台会遵循市场规律, 反映合理价值, 因此我们认为普茅出厂价未来存在上调的可能性。(2) 根据公司基酒产量推算, 2022 年的基酒非常充裕, 明显好于过去两年, 有量可放。2017、2018 年的基酒产量高达 4.28、4.97 万吨, 连续两年大幅增长, 按照 5 年的基酒存放周期, 2022 年可投放市场的基酒将非常充裕。2 月 22 日举办的 2022 中国品牌强国盛典现场上, 董事长表示要最大限度地满足人们对茅台酒的需求, 显示公司对自己的产能有信心。(3) 根据业绩预告, 2022 年 1-3 月营收、净利分别增 18%、19%, 环比 2021 年明显提速, 延续了 4Q21 以来的改善态势, 业绩超出年初的市场预期。

估值

- 根据年报, 我们调整此前盈利预测, 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 49.22、57.72、67.06 元, 同比增 17.9%、17.3%、16.2%, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 渠道库存超预期。疫情的影响超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	94,915	106,190	124,173	143,909	165,784
变动(%)	11	12	17	16	15
净利润(人民币 百万)	46,697	52,460	61,827	72,505	84,234
全面摊薄每股收益(人民币)	37.174	41.761	49.218	57.718	67.055
变动(%)	13.3	12.3	17.9	17.3	16.2
原先全面摊薄每股收益			49.559	58.408	
变动(%)			(0.69)	(1.18)	
全面摊薄市盈率(倍)	47.9	42.6	36.2	30.8	26.5
价格/每股现金流量(倍)	47.9	36.4	31.2	28.5	24.2
每股现金流量(人民币)	37.15	48.86	57.14	62.37	73.46
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.9	30.3	25.0	20.9	17.6
每股股息(人民币)	19.178	21.076	24.840	29.129	33.842
股息率(%)	1.1	1.2	1.4	1.6	1.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 贵州茅台 2021 年年报业绩

(人民币, 百万)	4Q20	4Q21	同比 (%)	FY2020	FY2021	同比 (%)
营业收入	27,700	31,548	13.9	94,915	106,190	11.9
营业成本	2,323	2,408	3.7	8,154	8,983	10.2
毛利率(%)	91.8	92.4	0.5	91.4	91.5	0.1
毛利	26,095	29,140	11.7	86,761	97,207	12.0
税金及附加	4,472	4,699	5.1	13,887	15,304	10.2
销售费用	772	814	5.5	2,548	2,737	7.4
管理费用	2,240	3,036	35.5	6,790	8,450	24.5
研发费用	13	20	58.5	50	62	22.9
财务费用	-79	-321	304.9	(235)	(935)	298.3
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	-1	0	(100.0)	5	(2)	(145.8)
投资收益	0	14	5,987.3	0	58	18,960.8
营业利润	18,649	21,728	16.5	66,635	74,751	12.2
营业利润率(%)	65.6	68.9	3.2	70.2	70.4	0.2
营业外收入	4	64	1,632.8	11	69	524.3
营业外支出	335	120	(64.2)	449	292	(35.0)
利润总额	18,318	21,672	18.3	66,197	74,528	12.6
所得税	4,646	5,526	19.0	16,674	18,808	12.8
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	25	25	0.5	25	25	0.2
少数股东权益	802	952	18.6	2,826	3,260	15.4
归属于母公司净利润	12,870	15,194	18.1	46,697	52,460	12.3
净利率(%)	45.3	48.2	2.9	49.2	49.4	0.2
EPS	10.25	12.10	18.1	37.17	41.76	12.3

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	94,915	106,190	124,173	143,909	165,784
销售成本	(22,041)	(24,288)	(26,540)	(30,653)	(35,312)
经营费用	(8,026)	(9,721)	(11,763)	(12,386)	(13,694)
息税折旧前利润	64,848	72,181	85,869	100,871	116,777
折旧及摊销	1,306	1,469	1,585	1,788	1,971
经营利润(息税前利润)	63,542	70,712	84,285	99,083	114,807
净利息收入/(费用)	235	0	2,842	4,508	6,253
其他收益/(损失)	(438)	(165)	(442)	(442)	(442)
税前利润	66,635	74,751	89,141	104,450	121,266
所得税	(16,674)	(18,808)	(22,160)	(25,987)	(30,191)
少数股东损益	(2,826)	(3,260)	(4,654)	(5,457)	(6,340)
净利润	46,697	52,460	61,827	72,505	84,234
核心净利润	46,697	52,460	61,827	72,505	84,234
每股收益(人民币)	37.174	41.761	49.218	57.718	67.055
核心每股收益(人民币)	37.174	41.761	49.218	57.718	67.055
每股股息(人民币)	19.178	21.076	24.840	29.129	33.842
收入增长(%)	11	12	17	16	15
息税前利润增长(%)	14	11	19	18	16
息税折旧前利润增长(%)	14	11	19	17	16
每股收益增长(%)	13	12	18	17	16
核心每股收益增长(%)	13	12	18	17	16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	66,635	74,751	89,141	104,450	121,266
折旧与摊销	1,306	1,469	1,585	1,788	1,971
净利息费用	(235)	0	(1,374)	(2,231)	(3,127)
运营资本变动	(28)	1,534	(4)	(6)	(7)
税金	(22,764)	(25,551)	(31,968)	(37,402)	(43,372)
其他经营现金流	1,752	9,176	14,394	11,751	15,544
经营活动产生的现金流	46,667	61,379	71,775	78,350	92,276
购买固定资产净值	(2,090)	(3,409)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
投资减少/增加	2,628	4,204	58	58	58
其他投资现金流	(1,360)	(20,127)	4,135	(1,032)	(1,099)
投资活动产生的现金流	(822)	(19,332)	2,694	(2,474)	(2,541)
净增权益	0	(1)	(2)	(3)	(4)
净增债务	25,176	26,625	(75)	(1,565)	0
支付股息	(24,091)	(26,476)	(31,203)	(36,592)	(42,512)
其他融资现金流	(24,091)	(26,476)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(23,006)	(26,327)	(31,279)	(38,157)	(42,512)
现金变动	22,839	15,719	43,190	37,719	47,223
期初现金	13,252	36,091	51,810	95,000	132,719
公司自由现金流	45,845	42,047	74,469	75,876	89,735
权益自由现金流	70,787	67,737	73,020	72,080	86,608

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	36,091	51,810	95,000	132,719	179,941
应收帐款	1,567	33	38	44	50
库存	28,869	33,394	34,123	39,153	45,104
其他流动资产	119,125	135,528	130,539	130,624	130,719
流动资产总计	185,652	220,766	259,699	302,540	355,815
固定资产	18,673	19,794	20,696	21,677	22,545
无形资产	4,817	6,208	5,898	5,588	5,277
其他长期资产	4,254	8,400	8,400	8,400	8,400
长期资产总计	27,744	34,403	34,994	35,665	36,223
总资产	213,396	255,168	294,693	338,204	392,038
应付帐款	1,342	2,010	2,054	2,356	2,715
短期债务	1,610	1,640	1,565	0	0
其他流动负债	42,722	54,264	60,597	66,460	74,777
流动负债总计	45,674	57,914	64,216	68,816	77,492
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	296	591	886	1,181
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
储备	160,067	188,283	218,907	254,819	296,542
股东权益	161,323	189,539	220,163	256,076	297,798
少数股东权益	6,398	7,418	9,723	12,426	15,567
总负债及权益	213,396	255,168	294,693	338,204	392,038
每股帐面价值(人民币)	128.42	150.88	175.26	203.85	237.06
每股有形资产(人民币)	124.59	145.94	170.57	199.40	232.68
每股净负债/(现金)(人民币)	(27.45)	(39.94)	(74.38)	(105.65)	(143.24)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	68.3	68.0	69.2	70.1	70.4
息税前利润率(%)	66.9	66.6	67.9	68.9	69.3
税前利润率(%)	70.2	70.4	71.8	72.6	73.1
净利率(%)	49.2	49.4	49.8	50.4	50.8
流动性					
流动比率(倍)	4.1	3.8	4.0	4.4	4.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(20.6)	(25.5)	(40.6)	(49.4)	(57.4)
速动比率(倍)	3.4	3.2	3.5	3.8	4.0
估值					
市盈率(倍)	47.9	42.6	36.2	30.8	26.5
核心业务市盈率(倍)	47.9	42.6	36.2	30.8	26.5
市净率(倍)	13.9	11.8	10.2	8.7	7.5
价格/现金流(倍)	47.9	36.4	31.2	28.5	24.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.9	30.3	25.0	20.9	17.6
周转率					
存货周转天数	104.1	107.0	99.2	92.9	92.8
应收帐款周转天数	6.0	2.8	0.1	0.1	0.1
应付帐款周转天数	5.5	5.8	6.0	5.6	5.6
回报率					
股息支付率(%)	51.6	50.5	50.5	50.5	50.5
净资产收益率(%)	31.4	29.9	30.2	30.4	30.4
资产收益率(%)	24.0	22.6	23.0	23.5	23.6
已运用资本收益率(%)	40.8	38.4	39.9	40.5	40.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371