

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

贵州茅台(600519)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

贵州茅台(600519): 直销占比近四成, 系列酒高增长 2022.10.17

贵州茅台(600519): 稳健经营, 扩大营销 2022.10.13

贵州茅台(600519): 茅台的新供给与新需求 2022.08.03

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 扩产靴子落地, 业绩空间可期

2022年12月15日

**事件:** 公司第三届董事会 2022 年度第十三次会议决定, 投资约 155.16 亿元建设茅台酒“十四五”技改建设项目, 项目建设周期为 48 个月, 项目建设地点位于茅台镇太平村和中华村, 规划建设制酒厂房 68 栋、制曲厂房 10 栋、酒库 69 栋及其相关配套设施, 建成后可新增茅台酒实际产能约 1.98 万吨/年, 储酒能力约 8.47 万吨。

**点评:**

- **茅台酒产能释放持续, 业绩上升空间打开。**2021 年公司茅台酒实际产量为 5.65 万吨, 此次“十四五”技改建设项目的 1.98 万吨实际产能投产后, 茅台酒产量将达到 7.63 万吨(+35.0%), 我们预计将新增  $1.98 \times 85\% = 1.68$  万吨的可供销量, 若以飞天直销价格计算, 至少带来远期约 474 亿元的营收贡献。根据公司过往公告披露, “十三五”技改项目已于 2020 年 9 月全面完工, 2018 年和 2021 年是茅台酒产量释放的大年, 分别在当年新增 7 千吨(+16.0%)和 6 千吨(+12.4%)。按照茅台酒生产工艺, 我们预计这部分新增产量将分别于 2022 年和 2025 年达到可供销售状态, 并平滑释放, 对应 2022-2028 年销量增长 CAGR 约 4%。此次“十四五”扩建项目建设周期为 48 个月, 参考“十三五”技改工程 2 年期的进度, 我们预计首批产能或将于 2025 年投产、2029 年达到可供销售状态, 2027 年全面完工、2031 年全部投产, 衔接释放, 对应 2029-2034 年销量增长 CAGR 约 5%。可以看到, 茅台酒在供给端的放量逻辑依旧强劲, 业绩上升空间可期。
- **凭借较高的战略自由度熨滑行业周期。**今年以来, 公司在不同价位段、不同规格上、不同渠道上均有灵活表现, 包括对茅台酒非标核心单品的提价举措, 彩釉珍品、茅台 1935、100ml 飞天小酒的推出, i 茅台上线带动直销占比的进一步提高, 持续实现吨价的提升。除公司自身的战略自由度外, 渠道各方也在包装变化上更加贴近消费者的需求, 礼盒产品的性价比赢得了消费者的认可。我们认为, 这些都体现出公司较高的战略自由度, 在逆周期下实现对冲, 不断超越市场预期。站在十年维度看, 我们预计茅台酒的潜在销量仍有一倍提升空间, 价格亦有一定的向上空间, 叠加产品结构和渠道结构变化, 年化 15%-17% 的增长持续性较为明确。我们认为, 作为老龄化趋势下的精神需求代表、作为生产资料, 茅台酒更是一种价值符号, 短期行业调整更是底部重仓机会。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计, 公司 2022-2024 年摊薄每股收益分别为 50.1 元、58.76 元、68.63 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济不确定性风险; 疫情反复风险; 本次技改建设项目进度不及预期风险

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	97,993	109,464	128,431	148,815	171,530
增长率 YoY %	10.3%	11.7%	17.3%	15.9%	15.3%
归属母公司净利润 (百万元)	46,697	52,460	62,931	73,814	86,214
增长率 YoY%	13.3%	12.3%	20.0%	17.3%	16.8%
毛利率%	91.6%	91.6%	92.3%	92.6%	93.0%
净资产收益率ROE%	28.9%	27.7%	28.6%	28.9%	29.1%
EPS(摊薄)(元)	37.17	41.76	50.10	58.76	68.63
市盈率 P/E(倍)	53.75	49.09	35.35	30.14	25.80
市净率 P/B(倍)	15.56	13.59	10.12	8.72	7.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 12 月 14 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	185,652	220,766	256,177	299,751	349,977	
货币资金	36,091	51,810	83,495	123,990	169,843	
应收票据	1,533	0	2,041	2,365	2,726	
应收账款	0	0	0	0	0	
预付账款	898	389	1,181	1,323	1,450	
存货	28,869	33,394	34,250	36,853	40,725	
其他	118,261	135,172	135,209	135,220	135,233	
<b>非流动资产</b>	27,744	34,403	34,783	35,103	35,363	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	16,225	17,472	17,972	18,422	18,822	
无形资产	4,817	6,208	6,198	6,178	6,148	
其他	6,701	10,722	10,612	10,502	10,392	
<b>资产总计</b>	213,396	255,168	290,959	334,854	385,339	
<b>流动负债</b>	45,674	57,914	59,670	63,690	67,649	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	1,342	2,010	1,618	1,812	1,987	
其他	44,331	55,904	58,052	61,877	65,663	
<b>非流动负债</b>	1	296	296	296	296	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	1	296	296	296	296	
<b>负债合计</b>	45,675	58,211	59,967	63,986	67,946	
少数股东权益	6,398	7,418	11,222	15,684	20,895	
归属母公司股东权益	161,323	189,539	219,770	255,184	296,498	
<b>负债和股东权益</b>	213,396	255,168	290,959	334,854	385,339	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	97,993	109,464	128,431	148,815	171,530	
同比(%)	10.3%	11.7%	17.3%	15.9%	15.3%	
归属母公司净利润	46,697	52,460	62,931	73,814	86,214	
同比(%)	13.3%	12.3%	20.0%	17.3%	16.8%	
毛利率(%)	91.6%	91.6%	92.3%	92.6%	93.0%	
ROE%	28.9%	27.7%	28.6%	28.9%	29.1%	
EPS(摊薄)(元)	37.17	41.76	50.10	58.76	68.63	
P/E	53.75	49.09	35.35	30.14	25.80	
P/B	15.56	13.59	10.12	8.72	7.50	
EV/EBITDA	36.50	33.50	23.67	19.89	16.73	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	97,993	109,464	128,431	148,815	171,530	
营业成本	8,265	9,157	9,844	11,026	12,085	
<b>营业税金及附加</b>	13,887	15,304	17,338	20,090	23,157	
销售费用	2,548	2,737	2,954	3,274	3,431	
管理费用	6,790	8,450	9,375	10,417	11,664	
研发费用	50	62	64	74	86	
财务费用	-235	-935	-677	-1,037	-1,469	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	0	58	0	0	0	
其他	-53	5	26	30	34	
<b>营业利润</b>	66,635	74,751	89,558	105,001	122,612	
营业外收支	-438	-223	-340	-355	-385	
<b>利润总额</b>	66,197	74,528	89,218	104,646	122,227	
所得税	16,674	18,808	22,483	26,371	30,801	
<b>净利润</b>	49,523	55,721	66,735	78,275	91,426	
少数股东损益	2,826	3,260	3,804	4,462	5,211	
<b>归属母公司净利润</b>	46,697	52,460	62,931	73,814	86,214	
EBITDA	67,770	75,334	90,485	105,624	122,858	
EPS(当年)(元)	37.17	41.76	50.10	58.76	68.63	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	51,669	64,029	66,735	81,260	93,148	
净利润	49,523	55,721	66,735	78,275	91,426	
折旧摊销	1,317	1,581	1,630	1,690	1,750	
财务费用	0	14	0	0	0	
投资损失	0	-58	0	0	0	
营运资金变动	857	7,860	-1,970	940	-413	
其它	-28	-1,088	340	355	385	
<b>投资活动现金流</b>	-1,805	-5,562	-2,350	-2,365	-2,395	
资本支出	-2,089	-3,406	-2,360	-2,375	-2,405	
长期投资	295	-2,144	0	0	0	
其他	-11	-12	10	10	10	
<b>筹资活动现金流</b>	-24,128	-26,564	-32,700	-38,400	-44,900	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-24,091	-26,476	-32,700	-38,400	-44,900	
<b>现金流净增加额</b>	25,737	31,900	31,685	40,495	45,853	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。产业理解接地气，挖掘牛股能力突出，立足长期，重视估值和安全边际的思考。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡浩颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。