

2022年12月17日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

扩产保驾护航，前瞻性布局中长期

—贵州茅台（600519.SH）公司事件点评报告

买入(维持) 事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

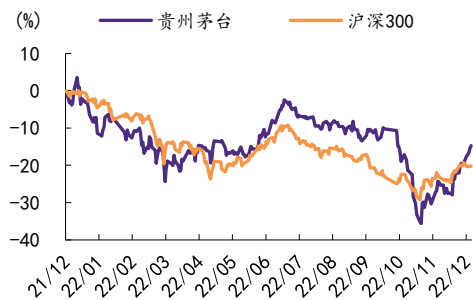
2022年12月14日，贵州茅台发布董事会决议及召开2022年第一次临时股东大会，通过《修改公司章程》、《董事会议事规则》及《回报股东特别分红方案》。

基本数据

2022-12-16

当前股价(元)	1786.87
总市值(亿元)	22447
总股本(百万股)	1256
流通股本(百万股)	1256
52周价格范围(元)	1350-2194.09
日均成交额(百万元)	6081.5

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《贵州茅台（600519）：首次特别分红，股东增持显信心》2022-11-30
- 2、《贵州茅台（600519）：直营占比持续提升，i茅台表现优异》2022-10-16
- 3、《贵州茅台（600519）：业绩稳增长，持续释放活力》2022-10-13

投资要点

■ 技改新增1.98万吨，保驾护航中长期

公司董事会审议通过《关于投资建设茅台酒“十四五”技改建设项目的议案》，本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，项目建设周期为48个月。考虑2021年底茅台酒产能5.65万吨，我们预计至2026年茅台酒产能达7.6万吨，对应2031年茅台基酒产量或可达6.5万吨。本次扩张为公司中长期贡献势能，业绩更具有确定性。

■ 特别分红靴子终落地，渠道改革进入新阶段

股东大会通过特别分红方案，继续回报股东中长期支持，亦是回应市场需要。今年推出的i茅台将公司渠道改革推向新阶段，当前效果显著。截止12月15日，i茅台APP注册用户突破3000万。从试运行首日至今，i茅台APP日均申购用户数超300万，日活用户近400万，累计预约人次近19亿。

■ 盈利预测

预计2022-2024年EPS为50.29/59.12/68.82元，当前股价对应PE分别为36/30/26倍，维持“买入”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、直营增长不及预期、改革进程不及预期、批价快速上行等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	109,464	127,865	147,882	169,182
增长率(%)	11.7%	16.8%	15.7%	14.4%
归母净利润(百万元)	52,460	63,175	74,263	86,457
增长率(%)	12.3%	20.4%	17.6%	16.4%
摊薄每股收益(元)	41.76	50.29	59.12	68.82
ROE(%)	26.6%	27.2%	27.1%	26.8%

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
流动资产:				
现金及现金等价物	51,810	86,640	129,562	178,661
应收款	33	981	1,013	1,020
存货	33,394	34,801	35,255	36,364
其他流动资产	135,528	135,779	135,979	136,109
流动资产合计	220,766	258,200	301,809	352,155
非流动资产:				
金融类资产	135,067	135,267	135,417	135,517
固定资产	17,472	17,701	17,078	16,162
在建工程	2,322	929	372	149
无形资产	6,208	5,898	5,588	5,293
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	8,400	8,400	8,400	8,400
非流动资产合计	34,403	32,927	31,437	30,003
资产总计	255,168	291,128	333,246	382,158
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	2,010	2,320	2,468	2,555
其他流动负债	43,186	43,186	43,186	43,186
流动负债合计	57,914	58,468	59,024	59,647
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	296	296	296	296
非流动负债合计	296	296	296	296
负债合计	58,210	58,764	59,320	59,943
所有者权益				
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
股东权益	196,958	232,364	273,925	322,215
负债和所有者权益	255,168	291,128	333,246	382,158

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	55721	66994	78693	91518
少数股东权益	3260	3819	4430	5061
折旧摊销	1469	1475	1475	1418
公允价值变动	-2	0	0	0
营运资金变动	3581	-1851	20	-524
经营活动现金净流量	64029	70436	84618	97473
投资活动现金净流量	-5562	965	1030	1039
筹资活动现金净流量	-23636	-31587	-37131	-43228
现金流量净额	34,830	39,813	48,517	55,283

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	109,464	127,865	147,882	169,182
营业成本	8,983	9,942	11,171	12,018
营业税金及附加	15,304	18,285	20,999	23,855
销售费用	2,737	3,248	3,741	4,263
管理费用	8,450	9,078	10,204	11,504
财务费用	-935	-2,426	-3,628	-5,003
研发费用	62	72	84	96
费用合计	10,315	9,973	10,401	10,861
资产减值损失	-13	-5	-4	-3
公允价值变动	-2	0	0	0
投资收益	58	60	65	70
营业利润	74,751	89,739	105,383	122,525
加:营业外收入	69	55	50	45
减:营业外支出	292	50	45	40
利润总额	74,528	89,744	105,388	122,530
所得税费用	18,808	22,750	26,695	31,012
净利润	55,721	66,994	78,693	91,518
少数股东损益	3,260	3,819	4,430	5,061
归母净利润	52,460	63,175	74,263	86,457

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	11.7%	16.8%	15.7%	14.4%
归母净利润增长率	12.3%	20.4%	17.6%	16.4%
盈利能力				
毛利率	91.8%	92.2%	92.4%	92.9%
四项费用/营收	9.4%	7.8%	7.0%	6.4%
净利率	50.9%	52.4%	53.2%	54.1%
ROE	26.6%	27.2%	27.1%	26.8%
偿债能力				
资产负债率	22.8%	20.2%	17.8%	15.7%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3301.2	130.4	146.0	165.9
存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	41.76	50.29	59.12	68.82
P/E	42.8	35.5	30.2	26.0
P/S	20.5	17.6	15.2	13.3
P/B	11.8	10.2	8.7	7.4

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5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，2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	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

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。