

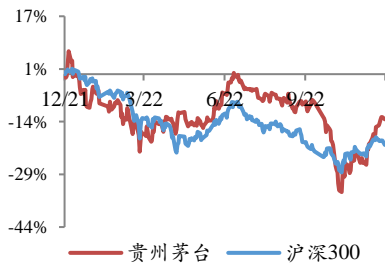
茅台酒扩产落地，巩固长期发展基石

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-12-19

收盘价（元）	1,773.00
近12个月最高/最低（元）	2,170.66/1,350.00
总股本（百万股）	1,256
流通股本（百万股）	1,256
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	22,272
流通市值（亿元）	22,272

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

12月14日晚，贵州茅台发布公告显示，董事会决定，公司投资约155.16亿元建设茅台酒“十四五”技改建设项目，其中：工程费用105.38亿元，工程建设其他费用32.12亿元（含土地费用26.79亿元），预备费8.86亿元，铺底流动资金8.80亿元。项目建设周期为48个月，所需资金由公司自筹解决。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，后续公司将根据市场情况和公司实际具体安排投产进度。

● 打开产能上限，保障巨轮行稳致远

截至2021年底，公司茅台酒实际产能5.65万吨，根据公告项目工期，预计2027年有望完全完工投产，实现茅台酒基酒产能约7.63万吨/年，根据茅台酒生产工艺，预计2031年有望实现茅台酒基酒销量约6.3-6.7万吨/年，较2021年茅台酒基酒销量提升75%-85%，10年CAGR约为5.7%-6.4%。我们认为，此次扩产靴子落地将帮助打开茅台酒产量天花板，进一步满足市场旺盛需求，对于公司顺利完成十四五规划目标起到保障作用，同时也对未来进一步市场化和渠道改革提供了重要基础。

系列酒方面，公司2021年实际产能2.82万吨。根据董事会会议决定，公司投资41.1亿元实施“十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目。本项目建设地点位于贵州省习水县同民镇，项目建成后可形成系列酒制酒产能约1.2万吨、制曲产能约2.94万吨、贮酒能力约3.6万吨，建设周期为24个月。公司目前尚有在建产能项目“3万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目”，该项目总投资达83.84亿元，建设内容包括制酒生产厂房84栋、制曲生产厂房8栋、陶坛酒库62栋及相关配套设施。项目建成后，每年可新增3万吨酱香系列酒基酒产量，截至2022年6月底该项目工程进度已经达到70%。预计未来（2024年）系列酒产能将达每年6.8万吨左右。

健康有序的基酒产量增长，是公司持续发展的重要基石和保障，未来茅台酒和系列酒产能进一步释放，将满足市场向优势产区、头部企业和优秀品牌集中的消费需求，公司盈利水平长期稳健增长的目标，将得到进一步保障。

● 投资建议

我们预计公司2022年-2024年分别实现营业总收入1271.25、1467.67、

1691.74 亿元, (同比增速 16.1%、15.5%、15.3%), 归母净利润 620.49、725.60、844.92 亿元 (同比增速 18.3%、16.9%、16.4%), 对应 EPS 预测为 49.39、57.76、67.26 元, 对应 PE 分别 36、31、26 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 宏观经济下行风险;
- (2) 产能扩建进度偏慢;
- (3) 渠道改革进程不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	109464	127125	146767	169174
收入同比 (%)	11.7%	16.1%	15.5%	15.3%
归属母公司净利润	52460	62049	72560	84492
净利润同比 (%)	12.3%	18.3%	16.9%	16.4%
毛利率 (%)	91.5%	91.9%	92.3%	92.3%
ROE (%)	27.7%	27.7%	24.4%	22.2%
每股收益 (元)	41.76	49.39	57.76	67.26
P/E	49.09	35.89	30.69	26.36
P/B	13.59	9.93	7.50	5.84
EV/EBITDA	33.50	23.91	19.92	16.50

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	220766	260575	341691	436593	营业收入	109464	127125	146767	169174
现金	51810	94367	165640	258902	营业成本	9157	10056	11134	12905
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	15304	17875	20706	23935
其他应收款	33	46	46	60	销售费用	2737	2977	3304	3654
预付账款	389	433	480	556	管理费用	8450	8682	9913	11293
存货	33394	28801	40103	39823	财务费用	-935	-923	-1689	-2972
其他流动资产	135139	136929	135422	137252	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	34403	35873	37115	38134	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	58	0	0	0
固定资产	17472	18248	18801	19138	营业利润	74751	88410	103343	120294
无形资产	6208	7088	7948	8788	营业外收入	69	9	9	9
其他非流动资产	10722	10536	10365	10208	营业外支出	292	268	268	268
资产总计	255168	296448	378806	474728	利润总额	74528	88151	103084	120035
流动负债	57914	60516	65804	71983	所得税	18808	22245	26014	30291
短期借款	0	0	0	0	净利润	55721	65906	77070	89743
应付账款	2010	1600	2399	2239	少数股东损益	3260	3856	4510	5251
其他流动负债	55904	58917	63405	69743	归属母公司净利润	52460	62049	72560	84492
非流动负债	296	296	296	296	EBITDA	75342	89216	103512	119302
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	41.76	49.39	57.76	67.26
其他非流动负债	296	296	296	296					
负债合计	58211	60813	66101	72279					
少数股东权益	7418	11274	15784	21035					
股本	1256	1256	1256	1256					
资本公积	1375	1375	1375	1375					
留存收益	186908	221729	294290	378782					
归属母公司股东权益	189539	224361	296921	381413					
负债和股东权益	255168	296448	378806	474728					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	64029	73253	74642	96530	成长能力				
净利润	55721	65906	77070	89743	营业收入	11.7%	16.1%	15.5%	15.3%
折旧摊销	1581	1730	1858	1981	营业利润	12.2%	18.3%	16.9%	16.4%
财务费用	14	9	9	9	归属于母公司净利	12.3%	18.3%	16.9%	16.4%
投资损失	-58	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	7860	5349	-4555	4538	毛利率 (%)	91.5%	91.9%	92.3%	92.3%
其他经营现金流	46772	60815	81884	85465	净利率 (%)	49.4%	50.0%	50.5%	50.9%
投资活动现金流	-5562	-3459	-3359	-3259	ROE (%)	27.7%	27.7%	24.4%	22.2%
资本支出	-3406	-3459	-3359	-3259	ROIC (%)	27.9%	27.7%	24.3%	21.8%
长期投资	-2144	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-12	0	0	0	资产负债率 (%)	22.8%	20.5%	17.4%	15.2%
筹资活动现金流	-26564	-27238	-9	-9	净负债比率 (%)	29.6%	25.8%	21.1%	18.0%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.81	4.31	5.19	6.07
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.90	1.59	2.52	3.63
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.45	0.45	0.43	0.39
其他筹资现金流	-26564	-27238	-9	-9	应收账款周转率	—	—	—	—
现金净增加额	31900	42556	71274	93262	应付账款周转率	5.36	5.54	5.54	5.54

每股指标 (元)				
每股收益	41.76	49.39	57.76	67.26
每股经营现金流 (摊)	50.97	58.31	59.42	76.84
每股净资产	150.88	178.60	236.36	303.63

估值比率				
P/E	49.09	35.89	30.69	26.36
P/B	13.59	9.93	7.50	5.84
EV/EBITDA	33.50	23.91	19.92	16.50

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。