

贵州茅台（600519.SH）/食品饮料

证券研究报告/公司点评

2021年9月13日

评级：买入（维持）

市场价格：1654.00

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：房昭强

执业证书编号：S0740520090005

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

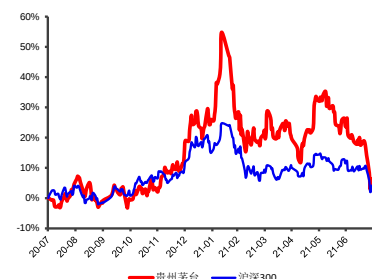
执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongwxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1256
流通股本(百万股)	1256
市价(元)	1654.00
市值(百万元)	2077800
流通市值(百万元)	2077800

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 贵州茅台_公司点评：缴税影响单季度利润，全年仍望稳健增长
- 2 贵州茅台_公司点评：终止捐赠、新建酒库，治理优化再进一步
- 3 贵州茅台_公司点评：十三五圆满收官，十四五高质量大踏步前进
- 4 贵州茅台_公司点评：稳字当头，不负众望

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	88,854	97,993	110,010	130,347	153,045
增长率 yoy%	15.10%	10.29%	12.26%	18.49%	17.41%
净利润（百万元）	41,206	46,697	52,845	63,581	75,305
增长率 yoy%	17.05%	13.33%	13.17%	20.32%	18.44%
每股收益（元）	32.80	37.17	42.07	50.61	59.95
每股现金流量	35.99	41.13	83.15	34.46	102.05
净资产收益率	30.30%	28.95%	28.29%	29.08%	29.39%
P/E	50.42	44.49	39.32	32.68	27.59
PEG	3.29	2.58	2.81	2.13	1.60
P/B	15.28	12.88	11.12	9.50	8.11

备注：

投资要点

- **事件：据国酒时空公众号，茅台 1935 有望于近期上市，出厂价 788 元/瓶，零售定价 1188 元/瓶。**
- **茅台 1935 卡位千元，成为公司全新增长点。**从产品本身来看，茅台 1935 前身是遵义 1935，包装上对遵义 1935 进行升级，口感非常接近飞天茅台，预计未来将放在茅台酒中，而不是茅台系列酒；从价格定位来看，茅台 1935 出厂价 788 元，零售定价 1188 元，承接飞天和系列酒，弥补千元价格带的空白，完善产品矩阵；从未来规划来看，茅台 1935 的产能不大，今年首批投放约 600 吨，将于近期投放，未来将会保持在 200 0 吨/年的产量，根据我们测算，今年茅台 1935 有望贡献营收 10 亿元，未来每年有望达到 30 亿元以上。我们认为，茅台 1935 将成为茅台在千元价格带的战略大单品，凭借茅台超强品牌力+接近飞天的品质，将具备明显竞争力，目前老品（遵义 1935）批价已升至 1280 元，看好茅台 1935 上市后量价齐升，并成为公司新的增长驱动力。
- **疫情冲击+消费疲软之下，茅台确定性优势凸显。**受疫情影响，7-8 月我国多地采取严格管控措施，对白酒消费场景造成较大冲击，河南、江苏等地很多烟酒店反馈销售减半，进入 9 月以来随着消费场景恢复，渠道打款意愿回升但终端消费仍需观察。相对其他酒企而言，茅台刚需属性之下受疫情冲击及消费疲软影响较小，展望即将到来的旺季，我们预计今年中秋国庆双节茅台酒投放总量（含新品）将在 8000 吨以上，预计同比增长约 10%以上，叠加直营占比提升及非标产品提价，我们预计公司 Q3 收入有望实现双位数增长，21H2 有望环比 H1 加速增长，在不确定性因素较多的当下最具确定性优势。
- **全年展望稳健，十四五确定性仍高。**近期茅台整箱和散瓶批价分别上行至 3800 元以上和 3000 元以上，公司要求经销商严格执行“三个 100%”，反映公司旺季放量平抑价格决心，价格坚挺表明需求刚性，目前打款发货节奏正常，9-10 月合并打款，其中 9 月货已到，预计 10 月货将在中秋前到货。全年来看，我们预计在传统渠道量增有限之下，直营渠道放量（21H1 同比+84%）、非标产品提价、系列酒快增将贡献业绩增长点，全年 10.5%的收入增长目标有望高质量实现。展望十四五，茅台由超强品牌力构筑的护城河依然稳固，在投放量稳步增长及结构持续优化的带动下，量价齐升路径清晰，十四五期间双位数复合增长确定性较高。当前茅台对应明年估值约 33 倍，纵向对比已回落至接近 19 年水平，横向对比国际奢侈品巨头爱马仕也具备明显估值折价，安全边际已现，重视公司长期配置价值。
- **投资建议：维持“买入”评级。**基于新品上市为公司带来的贡献，我们调整盈利预测，

预计公司 2021-2023 年营业总收入分别为 1100/1303/1530 亿元，同比增长 12.3%/18.5%/17.4%；净利润分别为 528/636/753 亿元，同比增长 13.2%/20.3%/18.4%，对应 EPS 分别为 42.07/50.61/59.95 元（前值为 43.19/50.16/57.97 元），对应 PE 分别为 39/33/28 倍，重点推荐。

- 风险提示：高端酒动销不及预期、疫情持续扩散带来全球经济下行风险、政策风险、茅台新品信息来自第三方渠道，存在与官方信息不一致的风险。

图表 1：贵州茅台三大财务报表预测（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	88,854	97,993	110,010	130,347	153,045
增长率	15.1%	10.3%	12.3%	18.5%	17.4%
营业成本	-7,430	-8,154	-8,908	-10,329	-11,775
% 销售收入	8.4%	8.3%	8.1%	7.9%	7.7%
毛利	81,424	89,839	101,101	120,018	141,270
% 销售收入	91.6%	91.7%	91.9%	92.1%	92.3%
营业税金及附加	-12,733	-13,887	-15,511	-18,509	-21,732
% 销售收入	14.3%	14.2%	14.1%	14.2%	14.2%
营业费用	-3,279	-2,548	-2,640	-3,024	-3,444
% 销售收入	3.7%	2.6%	2.4%	2.3%	2.3%
管理费用	-6,168	-6,790	-7,261	-8,212	-9,183
% 销售收入	6.9%	6.9%	6.6%	6.3%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	59,244	66,615	75,689	90,273	106,912
% 销售收入	66.7%	68.0%	68.8%	69.3%	69.9%
财务费用	-7	235	72	76	94
% 销售收入	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	0	0	-2	-2	-2
公允价值变动收益	-14	5	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	59,223	66,855	75,758	90,346	107,003
营业利润率	66.7%	68.2%	68.9%	69.3%	69.9%
营业外收支	-259	-438	-909	-289	-339
税前利润	58,964	66,417	74,849	90,057	106,664
利润率	66.4%	67.8%	68.0%	69.1%	69.7%
所得税	-14,813	-16,674	-18,811	-22,632	-26,806
所得税率	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%
净利润	43,970	49,523	56,043	67,429	79,863
少数股东损益	2,764	2,826	3,198	3,848	4,557
归属于母公司的净利润	41,206	46,697	52,845	63,581	75,305
净利率	46.4%	47.7%	48.0%	48.8%	49.2%

现金流量表（人民币百万元）					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	43,970	49,523	56,043	67,429	79,863
加：折旧和摊销	1,243	1,317	1,271	1,275	1,280
资产减值准备	5	0	0	0	0
公允价值变动损失	14	-5	0	0	0
财务费用	0	0	-72	-76	-94
投资收益	0	0	0	0	0
少数股东损益	2,764	2,826	3,198	3,848	4,557
营运资金的变动	-119,252	19,049	47,213	-25,343	47,145
经营活动现金净流	45,211	51,669	104,455	43,286	128,194
固定资本投资	-460	-1,009	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-3,166	-1,805	1,791	-475	-569
股利分配	-21,387	-21,387	-26,423	-31,791	-37,653
其他	2,102	-2,741	-851	76	94
筹资活动现金净流	-19,284	-24,128	-27,273	-31,715	-37,559
现金流量	22,761	25,736	78,973	11,096	90,066

资产负债表（人民币百万元）					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	13,252	36,091	115,065	126,161	216,226
应收账款	1,540	1,567	1,921	2,212	2,640
存货	25,285	28,869	30,295	38,301	39,899
其他流动资产	118,948	119,125	120,002	119,551	120,436
流动资产	159,024	185,652	267,283	286,224	379,202
% 总资产	86.9%	87.0%	91.5%	92.3%	94.2%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15,144	16,225	15,098	13,968	12,836
% 总资产	8.3%	7.6%	5.2%	4.5%	3.2%
无形资产	4,728	4,817	4,793	4,767	4,738
非流动资产	24,018	27,744	24,672	23,861	23,140
% 总资产	13.1%	13.0%	8.5%	7.7%	5.8%
资产总计	183,042	213,396	291,954	310,085	402,343
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	18,397	4,600	54,460	36,952	86,999
其他流动负债	22,697	41,074	41,074	41,074	41,074
流动负债	41,093	45,674	95,534	78,026	128,074
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	73	1	1	1	1
负债	41,166	45,675	95,535	78,028	128,075
普通股股东权益	136,010	161,323	186,823	218,614	256,266
少数股东权益	5,866	6,398	9,596	13,444	18,001
负债股东权益合计	183,042	213,396	291,954	310,085	402,343

比率分析					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标					
每股收益 (元)	32.80	37.17	42.07	50.61	59.95
每股净资产 (元)	108.27	128.42	148.72	174.03	204.00
每股经营现金净流 (元)	35.99	41.13	83.15	34.46	102.05
每股股利 (元)	17.03	17.03	21.03	25.31	29.97
回报率					
净资产收益率	30.30%	28.95%	28.29%	29.08%	29.39%
总资产收益率	24.02%	23.21%	19.20%	21.75%	19.85%
投入资本收益率	1090.35%	39.12%	44.49%	85.50%	77.51%
增长率					
营业收入增长率	15.10%	10.29%	12.26%	18.49%	17.41%
EBIT增长率	15.04%	12.48%	13.62%	19.27%	18.43%
净利润增长率	17.05%	13.33%	13.17%	20.32%	18.44%
总资产增长率	14.51%	16.58%	36.81%	6.21%	29.75%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	98.8	99.5	96.8	94.7	92.0
应付账款周转天数	65.2	63.0	64.1	63.6	63.9
固定资产周转天数	61.6	57.6	51.3	40.1	31.5
偿债能力					
净负债/股东权益	-25.44%	-68.60%	-64.23%	-93.18%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	7,941.8	-284.0	-1,057.2	-1,194.6	-1,142.5
资产负债率	22.49%	21.40%	32.72%	25.16%	31.83%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。