

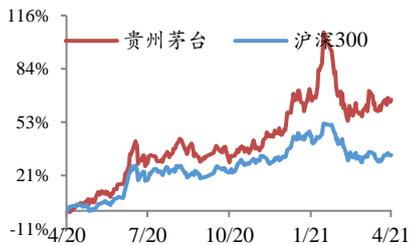
实际经营符合预期，税金大幅波动但可解释

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-27

收盘价（元）	2,094.44
近12个月最高/最低（元）	2,601.00/ 1,251.09
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）	26,310
流通市值（亿元）	26,310

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：

邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

1. 贵州茅台 (600519.SH)：均价上升驱动为主，十四五仍值得期待
-20210331

主要观点：

贵州茅台发布一季报，2021年Q1实现营收272.7亿元，YoY+11.7%，实现归母净利润139.5亿元，YoY+6.6%，利润端增速大幅低于收入增速，主因“税金及附加”项同增14亿，YoY+56.4%，公司表示“系公司本部销售给公司控股子公司贵州茅台酒销售有限公司的销量较上年同期增加，消费税及其附加税相应增加”所致，观察母公司利润表，母公司营业成本同增55.3%，反应公司Q1成品酒产量大增，与税金增幅基本相符。税金占收入比重看，2020年Q1/Q2/Q3/Q4分别为10%/16.1%/16.4%/16.1%，2020Q1为异常低值（或因20年Q1疫情影响生产所致），2021Q1恢复至14.0%，简单解释即公司生产节奏变化致税金比率大幅波动，报表端若剔除税金影响，Q1公司经营情况符合预期。报表端Q1毛利率91.68%，较2020年Q1持平，Q1销售费用率2.08%，同降0.63pct，考虑运费会计准备调整影响无异常。

Q1茅台酒收入245.9亿元，YoY+10.7%，系列酒收入26.4亿元，YoY+21.7%，直销占比由20年Q1的7.95%同增9.59pct至17.54%（出厂价1299或1399元），较20年全年的14%亦持续提高，叠加茅台酒产品结构调整（增加非标产品配额占比）助推吨价显著上行，故Q1茅台酒报表端发货量或几乎无微增（21年春节渠道生肖、精品、年份、非标发货量较少，经销商拿货明显少于20年春节）。

● 2021年直接与间接提价并行

2021年直接提价：茅台精品、生肖、开发产品陆续提价（精品提价17%，生肖提价54%，开发产品提价50~100%），涉及产品销量约15%，平均提升幅度约30~40%，预计全年营收增速净增约3~5pct。2021年间接提价：直销占比持续提升，2021年以来，茅台强制拆箱、联合工商严查经销商等行为，或持续在渠道端有理由地削减经销商传统配额，回收投放至直销中，间接抬升均价，21年Q1直销占比持续提升。

● 经销商体系进一步优化，渠道把控力度强

Q1国内茅台经销商减少8家，系列酒经销商增加6家，对渠道进一步清理，系列酒受益于酱酒热，2020年各主导产品（三茅一曲四酱）批价均呈现翻倍式增长，汉酱（茅）、茅台1935（原遵义1935）等次高端产品可无压力收割酱酒次高端价格带，茅台系列酒虽仅有百亿体量，但向后看增长动力强劲；茅台酒经销商体系持续削减，预计传统渠道配额难有增长，茅台对渠道把控力度强劲。

● 投资建议

展望十四五，预计茅台的增长以均价上升驱动为主，其中 2021 年靠部分产品涨价及产品、渠道结构变化的带动，2022 年假设主导产品涨一次出厂价幅度约 20%，维持 2021~2023 年归母净利同增 12.3%、25.1%、12.8% 的盈利预测，EPS41.73、52.23、58.89 元，PE 为 50.2、40.1、35.6 倍。巨大渠道价差和强大品牌力保证，茅台涨出厂价空间大，提升市场份额能力强，未来价、量齐升逻辑仍顺畅且确定性高，营收、利润均能维持年复合增双位数，维持“买入”评级。

● 风险提示

1)白酒行业景气度下行风险；2)管理层更换易导致业务波动风险；3)政策风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,993	108,658	134,261	150,671
收入同比 (%)	10.3%	10.9%	23.6%	12.2%
归属母公司净利润	46,697	52,427	65,607	73,982
净利润同比 (%)	13.3%	12.3%	25.1%	12.8%
毛利率 (%)	91.7%	91.8%	92.1%	92.2%
ROE (%)	31.4%	29.9%	31.3%	29.7%
每股收益 (元)	37.17	41.73	52.23	58.89
P/E	56.3	50.2	40.1	35.6
P/B	16.3	13.9	11.5	9.8
EV/EBITDA	38.8	34.9	28.1	25.0

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	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	185,65	220,55	274,45	326,10	营业收入	97,993	108,658	134,261	150,671
现金	36,091	66,822	112,96	130,06	营业成本	8,154	8,922	10,565	11,794
应收账款	1,533	1,744	2,128	2,403	营业税金及附加	13,887	15,398	19,026	21,351
其他应收款	34	66	64	82	销售费用	2,548	2,675	2,809	2,949
预付账款	898	1,422	1,424	1,735	管理费用	6,736	7,410	9,112	10,023
存货	28,869	30,974	37,042	41,150	财务费用	-235	-411	-539	-607
其他流动资产	118,22	119,52	120,83	150,67	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	27,744	27,970	28,059	28,164	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	1	1	2
固定资产	18,673	18,867	18,954	19,049	营业利润	66,635	74,605	93,287	105,159
无形资产	4,817	4,825	4,835	4,845	营业外收入	11	11	11	11
其他非流动资产	4,254	4,278	4,271	4,271	营业外支出	449	449	449	449
资产总计	213,39	248,52	302,51	354,27	利润总额	66,197	74,167	92,849	104,721
流动负债	45,674	49,019	60,178	66,933	所得税	16,674	18,571	23,277	26,267
短期借款	0	0	0	0	净利润	49,523	55,596	69,572	78,453
应付账款	1,342	1,643	1,842	2,115	少数股东损益	2,826	3,169	3,966	4,472
其他流动负债	44,331	47,376	58,335	64,818	归属母公司净利润	46,697	52,427	65,607	73,982
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	67,717	75,392	93,970	105,776
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	37.17	41.73	52.23	58.89
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	45,675	49,021	60,179	66,934					
少数股东权益	6,398	9,567	13,532	18,004	主要财务比率				
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1,375	1,376	1,378	1,381	成长能力				
留存收益	157,76	186,38	225,25	265,77	营业收入	10.3%	10.9%	23.6%	12.2%
归属母公司股东权益	161,32	189,93	228,80	269,33	营业利润	12.9%	12.0%	25.0%	12.7%
负债和股东权益	213,39	248,52	302,51	354,27	归属于母公司净利	13.3%	12.3%	25.1%	12.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	91.7%	91.8%	92.1%	92.2%
					净利率 (%)	50.5%	51.2%	51.8%	52.1%
					ROE (%)	31.4%	29.9%	31.3%	29.7%
					ROIC (%)	36.8%	40.4%	50.6%	52.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	21.4%	19.7%	19.9%	18.9%
					净负债比率 (%)	-21.5%	-33.5%	-46.6%	-45.3%
					流动比率	4.06	4.50	4.56	4.87
					速动比率	3.43	3.87	3.95	4.26
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.47	0.49	0.46
					应收账款周转率	65.42	66.31	69.35	66.51
					应付账款周转率	5.71	5.98	6.06	5.96
					每股指标 (元)				
					每股收益	37.17	41.73	52.23	58.89
					每股经营现金流薄)	41.13	44.24	58.63	40.82
					每股净资产	128.42	151.20	182.14	214.40
					估值比率				
					P/E	56.3	50.2	40.1	35.6
					P/B	16.3	13.9	11.5	9.8
					EV/EBITDA	38.8	34.9	28.1	25.0

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：文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人：姚启璠，华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

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；
- 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。