

2021年4月29日

贵州茅台（600519）：收入稳中有升，税金致业绩短期波动

食品饮料

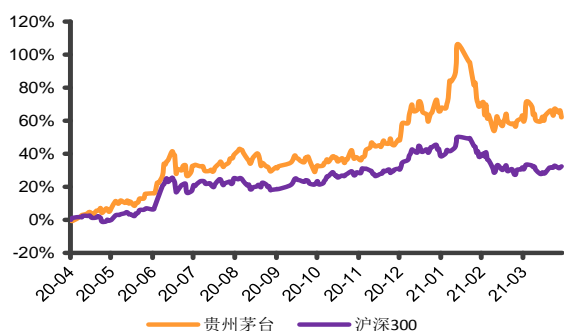
推荐（维持）当前股价：2042.00元

主要财务指标（单位：百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,993	110,020	125,089	139,719
(+/-)	10.3%	12.3%	13.7%	11.7%
营业利润	66,635	76,935	89,138	100,958
(+/-)	12.9%	15.5%	15.9%	13.3%
归属母公司净利润	46,697	54,314	63,349	72,094
(+/-)	13.3%	16.3%	16.6%	13.8%
EPS（元）	37.17	43.24	50.43	57.39
市盈率	54.9	47.2	40.5	35.6

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	12.56 / 12.56
流通市值（亿元）	25,652
每股净资产（元）	139.53
资产负债率（%）	21.4

股价表现（最近一年）


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

 邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

● 公司于4月28日发布2021一季报。报告期内，公司实现营业收入280.65亿元，同比增长10.93%；实现归属于上市公司股东的净利润139.54亿元，同比增长6.57%；实现扣非后净利润139.69亿元，同比增长6.19%；每股收益11.11元。

● 收入稳中有升，直销渠道表现突出。2021Q1公司白酒业务稳中有升，单品销售额、盈利能力持续稳居国内酒业、全球酒业第一。分产品来看，茅台酒收入245.92亿元，同比+10.66%；系列酒收入26.43亿元，同比+21.86%。渠道方面，直销渠道收入47.77亿元，同比大幅+146.46%，占比从2020年同期的7.95%上升至17.54%，主要是增加了各平台的投放量；批发渠道224.57亿元，与去年同期基本持平。经销商方面，2021Q1末共有经销商2148家，其中国内2044家，新增6家（主要是酱香系列酒），减少8家（主要是茅台酒）；国外104家。

● 毛利率较同期持平，税金及附加拖累净利率。2021Q1期间费用率7.92%，同比-0.88pct，其中销售费用率2.02%，同比-0.59pct；管理费用率6.34%，同比+0.17pct；财务费用率-0.48%，同比-0.46pct；研发费用率基本保持稳定。综合毛利率91.68%，同比+0.01pct，环比+0.27pct，基本持平；归母净利率下降2.04pct至49.72%，主要是税金及附加占比增加了3.96pct所致。

● 公司未来看点。(1)公司项目建设持续推进，新增4,032吨茅台酒基酒设计产能和4,015吨系列酒基酒设计产能已分别于去年10月和11月投产，实际产能将在2021年释放。去年生产的5.02万吨茅台酒基酒为未来的发展打下了坚实的基础；(2)公司指定2021年营业总收入同比增长10.5%，年初公司对生肖、精品等非标茅台产品进行



了提价，我们认为随着渠道改革的进一步推进、大力发展系列酒举措的进一步实施，年初的战略目标有望达成，公司依靠行业绝对的龙头地位、产品和渠道结构优化以及产能逐步提高，将中长期保持量价齐升的状态。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 1,100.20、1,250.89 和 1,397.19 亿元，EPS 分别为 43.24、50.43 和 57.39 元，当前股价对应 PE 分别为 47.2、40.5 和 35.6 倍，考虑到公司的绝对龙头地位、品牌的稀缺性，未来直营渠道继续提升，维持“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；直销渠道改革不达预期；食品安全问题等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	97,993	110,020	125,089	139,719
货币资金	154,291	182,268	214,467	251,641	营业成本	8,154	9,001	10,136	11,180
应收款	1,567	1,834	2,085	2,329	营业税金及附加	13,887	13,887	13,887	13,887
存货	28,869	32,502	36,604	40,370	销售费用	2,548	2,971	3,753	4,611
其他流动资产	925	971	1,020	1,071	管理费用	6,790	7,591	8,631	9,641
流动资产合计	185,652	217,575	254,175	295,411	财务费用	-235	-505	-595	-699
非流动资产:					研发费用	50	110	125	140
金融类资产	30	33	36	40	费用合计	9,153	10,167	11,914	13,692
固定资产+在建工程	18,673	19,567	20,461	21,356	资产减值损失	-71	-50	-35	-24
无形资产+商誉	4,817	5,299	5,829	6,412	公允价值变动	5	5	5	6
其他非流动资产	4,224	4,646	5,111	5,622	投资收益	0	0	0	0
非流动资产合计	27,744	29,545	31,437	33,429	营业利润	66,635	76,935	89,138	100,958
资产总计	213,396	247,119	285,612	328,841	加: 营业外收入	11	12	13	15
流动负债:					减: 营业外支出	449	494	544	598
短期借款	0	0	0	0	利润总额	66,197	76,454	88,608	100,375
应付账款、票据	1,342	1,625	1,830	2,019	所得税费用	16,674	19,257	22,318	25,282
其他流动负债	44,331	48,765	53,641	59,005	净利润	49,523	57,197	66,289	75,093
流动负债合计	45,674	50,390	55,471	61,024	少数股东损益	2,826	2,883	2,940	2,999
非流动负债:					归母净利润	46,697	54,314	63,349	72,094
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	2	2	2	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	1	2	2	2	成长性				
负债合计	45,675	50,391	55,473	61,025	营业收入增长率	10.3%	12.3%	13.7%	11.7%
所有者权益					营业利润增长率	12.9%	15.5%	15.9%	13.3%
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	归母净利润增长率	13.3%	16.3%	16.6%	13.8%
资本公积金	1,375	1,375	1,375	1,375	总资产增长率	16.6%	15.8%	15.6%	15.1%
未分配利润	137,594	160,882	187,664	217,831	盈利能力				
少数股东权益	6,398	6,398	6,398	6,398	毛利率	91.7%	91.8%	91.9%	92.0%
所有者权益合计	167,721	196,728	230,139	267,815	营业利润率	68.0%	69.9%	71.3%	72.3%
负债和所有者权益	213,396	247,119	285,612	328,841	三项费用/营收	9.3%	9.2%	9.5%	9.8%
					EBIT/销售收入	67.6%	69.5%	70.8%	71.8%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	50.5%	52.0%	53.0%	53.7%
净利润	49523	57197	66289	75093	ROE	29.5%	29.1%	28.8%	28.0%
折旧与摊销	1317	1300	1410	1524	营运能力				
财务费用	0	-505	-595	-699	总资产周转率	45.9%	44.5%	43.8%	42.5%
存货的减少	-3584	-3633	-4102	-3767	资产结构				
营运资本变化	4441	16	-46	-55	资产负债率	21.4%	20.4%	19.4%	18.6%
其他非现金部分	-100	3483	3833	4219	现金流质量				
经营活动现金净流量	51669	57858	66789	76315	经营净现金流/净利润	1.04	1.01	1.01	1.02
投资活动现金净流量	-1805	-2197	-2307	-2423	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-24128	-27684	-32283	-36717	每股收益	37.17	43.24	50.43	57.39
现金流量净额	25,737	27,977	32,199	37,174	每股净资产	133.51	156.61	183.20	213.20

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

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，华鑫证券研究发展部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。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>