

公司点评
贵州茅台 (600519)
食品饮料 | 饮料制造
税金扰动影响短期盈利，基本面坚挺不改长期逻辑

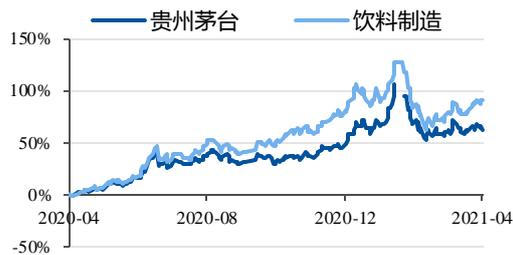
2021年04月28日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 2200-2446 元
交易数据

当前价格 (元)	2042.00
52 周价格区间 (元)	1250.00-2627.88
总市值 (百万)	2565155.91
流通市值 (百万)	2565155.91
总股本 (万股)	125619.78
流通股 (万股)	125619.78

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
贵州茅台	0.39	-2.2	61.9
饮料制造	8.61	1.08	91.08

杨甫

 执业证书编号: S0530517110001
 yangfu@cfzq.com

杨苑

yangyuan@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-84403490

相关报告

- 《贵州茅台：贵州茅台 (6000519.SH) 2020 年半年报点评：业绩保持稳健，彰显龙头地位》 2020-07-30
- 《贵州茅台：贵州茅台 (6000519.SH) 2019 年三季度点评：业绩稳健增长，直销值得期待》 2019-10-18
- 《贵州茅台：贵州茅台 (6000519.SH) 2019 年半年报点评：业绩增长符合预期，下半年直营放量可期》 2019-07-19

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	88854	97993	110687	125422	145951
净利润 (百万元)	44215	49980	57013	65117	76282
每股收益 (元)	32.80	37.17	42.82	48.91	57.29
每股净资产 (元)	108.27	128.42	152.78	180.59	213.18
P/E	64.29	56.73	49.25	43.12	36.81
P/B	19.48	16.42	13.80	11.68	9.89

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2021 年一季报, 2021Q1 公司实现营业总收入/营业收入/净利润/归母净利润 280.7 亿元/272.7 亿元/147.7 亿元/139.5 亿元, 分别同比增长 10.9%/11.7%/6.6%/6.6%。
- **茅台酒销售增速略降, 直营占比继续提升。** 2021Q1 营业收入同比增长 11.7%, 较去年同期下滑 1.0 个百分点。分产品看, 2021Q1 茅台酒销售收入 245.9 亿元, 同比增长 10.7%, 较去年同期下滑 3.3pct; 系列酒表现亮眼, 一季度实现销售收入 26.4 亿元, 在去年同期低基数的基础上同比大幅增长 21.9%。分渠道看, 直销渠道实现收入 47.8 亿元, 直销占比从 2020 年末 14.0 提升 3.6 个百分点至 17.5%。
- **税金附加显著增加拖累盈利, 费用率正常, 盈利能力仍强。** 公司 2021Q1 净利润同比增长 6.6%, 较去年同期降低 9.8pct, 不及市场预期。其中税金及附加 38.3 亿元, 同比大幅增长 56.4%, 远高于营收增速, 是利润的主要拖累。税金及附加大幅增加一是受到去年同期低基数的影响, 二是由于公司本部销售给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, 从母公司利润表来看, 母公司一季度营业收入同比大幅增长 54.3%, 税金及附加相应同比增长 64.6%, 预示公司后续向市场投放的产品充足。公司 2021Q1 销售费用率为 2.02%, 较去年同期降低 0.59pct, 与会计准则变化后运输费用从销售费用调整至营业成本项有关, 毛利率小幅下降 0.06pct, 毛销差提升。其他费用率基本稳定, 报告期内管理/研发/财务费用率为别为 6.34%/0.04%/-0.48%, 较去年同期分别+0.18pct/0.00pct/-0.46pct。一季度公司净利率为 47.4%, 同比提升 2.16pct, 盈利能力继续凸显。
- **基本面依然坚挺, 量价齐升逻辑未变, 白酒龙头行稳致远。** 渠道反馈春节前后茅台酒市场需求旺盛、一瓶难求, 节后普通茅台一批价依然坚挺, 目前散瓶一批价 2500 元/瓶左右, 整箱在 3200-3300 元/瓶左右, 渠道接近零库存, 一季度茅台酒销售增速下滑主因市场投放节奏放缓。中长期来看, 随着新产能释放, 十四五末茅台酒有望达到 5.6 万吨产能, 可供销售量也将相应增加, 向市场供给只是节奏问题。一季度公司对生肖酒、精品茅台等部分非标产品提价动作落地, 且直营比例持续提升, 未来吨价继续提升具有确定性。同时系列酒近年快速增长,

有望成为公司另一重要增长极。综合来看，茅台量价齐升逻辑未变，公司基本面依然坚挺。根据公司 2020 年年报，公司给出的 2021 年业绩指引为营业总收入较上年度增长 10.5%，目标实现难度不大，充分体现公司行稳致远的经营思路。

- **盈利预测：**公司 2021Q1 收入平稳增长，税金附加短期扰动盈利，但公司盈利基础坚实，长期量价齐升逻辑未变。我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 1106.87/1254.22/1459.51 亿元，同比增长 13.0%/13.3%/16.4%；归母净利润分别为 537.89/614.35/719.68 亿元，同比增长 15.2%/14.2%/17.1%；EPS 分别为 42.82/48.91/57.29 元。给予公司 2022 年 45-50 倍 PE，对应股价合理区间为 2200-2446 元，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**直营渠道建设不及预期风险；行业监管趋严风险；渠道行为不规范导致品牌力受损风险；宏观经济大幅下行冲击大众消费风险；消费者白酒消费偏好改变风险。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	88854.34	97993.24	110687.37	125422.13	145950.71	收益率					
减:营业成本	7430.01	8154.00	8570.50	8999.92	9766.81	毛利率	91.64%	91.68%	92.26%	92.82%	93.31%
营业税金及附加	12733.29	13886.52	15685.39	17773.44	20682.52	三费/销售收入	10.69%	9.58%	9.58%	9.58%	9.58%
销售费用	3278.99	2547.75	2877.78	3260.87	3794.60	EBIT/销售收入	66.72%	68.25%	68.98%	69.50%	69.93%
管理费用	6167.98	6789.84	7669.41	8690.36	10112.76	EBITDA/销售收入	68.12%	69.60%	70.82%	71.29%	71.51%
研发费用	48.69	50.40	56.93	64.50	75.06	销售净利率	49.76%	51.00%	51.51%	51.92%	52.27%
财务费用	7.46	-234.61	-86.92	-98.49	-114.61	资产获利率					
资产减值损失	5.31	71.37	25.99	25.99	25.99	ROE	30.30%	28.95%	28.03%	27.08%	26.87%
加:投资收益	0.00	0.31	0.00	0.00	0.00	ROA	32.39%	31.34%	30.34%	29.92%	29.82%
公允价值变动损益	-14.02	4.90	0.00	0.00	0.00	ROIC	212.68%	35.01%	38.26%	42.67%	48.86%
其他经营损益	-189.20	-90.26	-145.52	-145.52	-145.52	增长率					
营业利润	59028.07	66693.31	75914.28	86731.52	101633.56	销售收入增长率	15.10%	10.29%	12.95%	13.31%	16.37%
加:其他非经营损益	296.58	473.38	439.42	439.42	439.42	EBIT 增长率	14.32%	12.82%	14.16%	14.16%	17.09%
利润总额	59324.65	67166.69	75768.76	86586.00	101488.04	EBITDA 增长率	14.13%	12.67%	14.95%	14.06%	16.73%
减:所得税	15061.22	17136.74	19279.91	21981.33	25702.81	净利润增长率	15.34%	13.04%	14.07%	14.21%	17.15%
净利润	44214.74	49979.55	57012.86	65117.11	76281.55	总资产增长率	14.51%	16.58%	17.91%	15.78%	17.47%
减:少数股东损益	2763.53	2826.04	3223.74	3681.98	4313.27	股东权益增长率	20.54%	18.61%	18.96%	18.21%	18.04%
归母净利润	41206.47	46697.29	53789.12	61435.13	71968.29	资本结构					
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	22.49%	21.40%	18.69%	15.80%	14.20%
货币资金	13251.82	36091.09	70719.51	108333.15	156658.96	投资资本/总资产	77.48%	69.48%	60.38%	53.40%	45.63%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收和预付款项	3089.02	2465.65	3154.09	2783.85	3677.64	流动比率	3.87	4.06	4.72	5.67	6.41
其他应收款(合计)	77.23	31.32	48.22	77.23	31.32	速动比率	39.77%	84.42%	157.11%	241.43%	329.86%
存货	25284.92	28869.09	30237.83	31830.58	33281.47	股利支付率	0.44	0.46	0.43	0.43	0.43
其他流动资产	117398.72	118226.32	117815.44	118020.88	117918.16	收益留存率	0.56	0.54	0.57	0.57	0.57
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
金融资产投资	89.83	62.15	48.50	89.83	62.15	总资产周转率	0.49	0.46	0.44	0.43	0.43
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	5.85	5.11	5.48	5.53	6.20
固定资产和在建工程	17711.87	21625.56	24328.45	25300.06	25738.33	应收账款周转率	60.73	63.93	77.73	73.28	84.72
无形资产和开发支出	4728.03	4817.17	4265.94	3714.70	3163.47	存货周转率	0.29	0.28	0.28	0.28	0.29
其他非流动资产	1488.17	1238.77	-118410.95	-119572.57	-120556.92	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产总计	183042.37	213395.81	251617.41	291324.58	342210.26	EBIT	59283.42	66881.68	76349.70	87162.94	102059.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	60526.90	68198.55	78391.90	89416.43	104372.38
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	44042.84	49657.42	56725.99	64835.93	76008.29
应付和预收款项	30044.54	29822.01	31168.04	30172.15	32755.20	归母净利润	41206.47	46697.29	53789.12	61435.13	71968.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	32.803	37.174	42.819	48.906	57.291
其他负债	11121.45	15853.12	89816.56	90557.81	91655.12	BPS	108.271	128.421	152.775	180.591	213.176
负债合计	41165.99	45675.13	47019.70	46023.81	48606.86	PE	64.29	56.73	49.25	43.12	36.81
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	PEG	4.51	3.66	3.24	3.03	2.15
资本公积	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96	PB	19.48	16.42	13.80	11.68	9.89
留存收益	133379.19	158691.57	189285.02	224227.25	265160.39	PS	29.82	27.03	23.93	21.12	18.15
归属母公司股东权益	136010.35	161322.74	191916.18	226858.41	267791.55	PCF	58.60	51.27	45.46	40.70	33.63
少数股东权益	5866.03	6397.95	9621.68	13303.67	17616.93	EV/EBIT	44.79	39.42	34.18	29.58	24.86
股东权益合计	141876.38	167720.68	201537.86	240162.08	285408.48	EV/EBITDA	43.87	38.65	33.28	28.83	24.31
负债和股东权益合计	183042.37	213395.81	248557.56	286185.89	334015.34	EV/NOPLAT	60.28	53.09	46.00	39.76	33.39
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EV/IC	18.72	17.78	17.17	16.57	16.25
经营性现金净流量	45210.61	51669.07	58278.00	65093.87	78785.10	ROIC-WACC	206.20%	28.54%	35.26%	39.67%	45.86%
投资性现金净流量	-3165.69	-1805.23	-1655.52	-3001.67	-2405.30	股息率	0.007	0.008	0.009	0.010	0.012
筹资性现金净流量	-19284.40	-24127.54	-21994.06	-24478.55	-28053.99						
现金流量净额	22760.55	25736.69	34628.42	37613.64	48325.81						

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438