

贵州茅台 (600519.SH)

直营与系列酒持续改善经营，全年看税金影响小

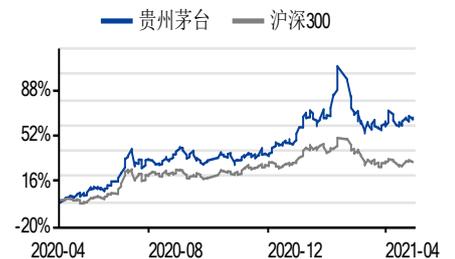
审慎推荐(维持评级)

当前价格： 2042 元
 目标价格： 2495 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,256/1,256
流通 A 股市值 (百万元)	2,565,156
每股净资产 (元)	139.53
资产负债率 (%)	15.21
一年内最高/最低 (元)	2,627.88/1,250.

一年内股价相对走势



团队成员：

分析师 赖靖瑜
 执业证书编号：S0210520080004
 电话：021-20655283
 邮箱：lly2652@hfzq.com.cn

相关报告

- 《贵州茅台 (600519.SH)：“国酒”地位当仁不让，确定性上仍有惊喜》
- 《贵州茅台 (600519.SH) 年报点评：2020 年圆满收官，2021 年稳中求进》

事件：

公司发布2021年一季报，21Q1实现营业收入总收入280.6亿元，同比增长10.9%，归母净利润139.5亿元，同比增长6.6%。

点评：

➤ **收入符合预期，归母净利润受税金影响而低于预期，但全年来看影响小。**公司2021Q1总收入同增10.93%，符合预期。销售毛利率为91.68%，同增0.01pct，主要受成本提高影响，而且，由于毛利较低的系列酒增速较快，直销比例提升所带来的毛利优化被削弱，但整体改革、经营向好。2020Q1归母净利润同增6.6%，低于预期，主要系税金及附加相比去年同增13.8亿元，同增56.38%。参照2020Q1-Q4税金及附加占总营收比率分别为9.68%、15.52%、15.92%、15.74%，2021Q1的13.64%属于正常水平。考虑2020Q1生产受疫情影响，向销售公司开票出货少，缴税少。而且，2021Q1母公司结算给销售公司的税金增长60%，也意味着供应、销量情况向好，收入可能尚未确认。看全年，税金对归母净利润的影响会回归正常水平。

➤ **系列酒仍然有望与茅台酒双轮驱动，直销执行不回头。**2021Q1收入按产品档次分，茅台酒和系列酒收入分别同增11.11%、21.86%，占比90.33%、9.67%。近年来普飞带动“酱香热”，“酱香热”又带动茅台的系列酒，系列酒经销商增加，业绩增长较快，所占比例较去年同期增长0.78pct，对公司营收增长起到正向贡献，持续看好“双轮驱动”助力公司业绩增长。按销售渠道分，直销、批发收入分别为47.77亿元、224.57亿元，分别占比17.54%、82.46%，直销环比2020Q4增加0.17pct，公司对整顿市场秩序持续有力执行。

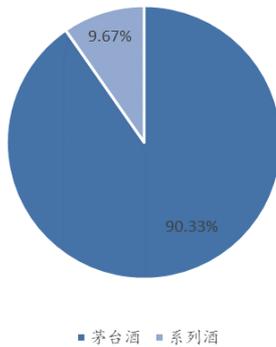
➤ **产品结构优化的成果或在二季度体现。**茅台非标酒的提价于3月开始，尚未完整体现在一季报中，因此，我们认为二季度起销售政策清晰后，叠加发货节奏正常化，公司业绩弹性有望放大。

➤ **盈利预测：**我们维持对公司的盈利预测及目标价。我们预计公司2021-2023 年收入分别为1140/1513/1672亿元，同增16.33%/32.69%/10.52%；归母净利润分别为558/749/832亿元，同增19.54%/34.15%/11.05%；对应PE 为45.95/34.25/30.85倍。

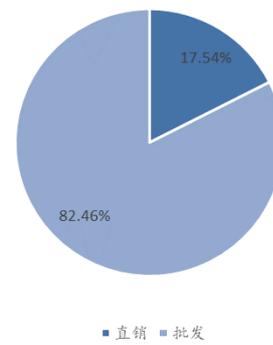
➤ **风险提示：**市场资金偏好发生转变；公司经营不善；酱酒热度退散。

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	113,994	151,263	167,172
增长率(%)	15.10	10.29	16.33	32.69	10.52
净利润(百万元)	41,206	46,697	55,822	74,885	83,162
增长率(%)	17.05	13.33	19.54	34.15	11.05
EPS(元/股)	32.80	37.17	44.44	59.61	66.20
市盈率(P/E)	35.65	53.75	45.95	34.25	30.85
市净率(P/B)	10.80	15.56	13.36	10.78	9.09

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：收入按产品档次分（2021Q1）


数据来源：华福证券研究所

图表 2：收入按渠道分（2021Q1）


数据来源：华福证券研究所

图表 3：财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金及拆出资金	154,291	191,344	246,512	299,386	营业总收入	97,993	113,994	151,263	167,172
应收票据	1,533	1,783	2,366	2,615	营业成本	8,154	8,746	10,662	11,338
应收账款	0	0	0	0	税金及附加	13,887	14,819	19,664	21,732
预付账款	898	964	1,175	1,249	销售费用	2,548	3,420	4,538	5,015
存货	28,869	27,989	31,985	31,746	管理费用	6,790	7,410	9,756	10,699
合同资产	0	0	0	0	研发费用	50	59	78	86
其他流动资产	61	70	94	105	财务费用	-235	-16	-14	-12
流动资产合计	185,652	222,150	282,132	335,101	信用减值损失	-71	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	5	0	0	0
固定资产	16,225	17,488	18,654	19,732	投资收益	0	0	0	0
在建工程	2,447	2,947	2,947	2,747	其他收益	13	13	13	13
无形资产	4,817	4,335	3,902	3,512	营业利润	66,635	79,570	106,593	118,327
商誉	0	0	0	0	营业外收入	11	11	11	11
其他非流动资产	4,255	4,226	4,201	4,182	营业外支出	449	449	449	449
非流动资产合计	27,744	28,996	29,704	30,173	利润总额	66,197	79,132	106,155	117,889
资产合计	213,396	251,146	311,836	365,274	所得税	16,674	19,932	26,738	29,694
短期借款	0	0	0	0	净利润	49,523	59,200	79,417	88,195
应付票据	0	0	0	0	少数股东损益	2,826	3,378	4,532	5,033
应付账款	1,342	1,601	1,959	2,008	归属母公司净利润	46,697	55,822	74,885	83,162
预收款项	0	0	0	0	NOPLAT	47,128	59,188	79,406	88,186
合同负债	13,322	15,497	20,563	22,726	EPS (摊薄)	37.17	44.44	59.61	66.20
其他应付款	3,257	3,254	3,218	3,243					
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	27,753	29,031	33,884	35,750					
流动负债合计	45,674	49,383	59,624	63,727					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	1	1	1					
非流动负债合计	1	1	1	1					
负债合计	45,675	49,384	59,625	63,728					
归属母公司所有者权益	161,323	191,986	237,903	282,205					
少数股东权益	6,398	9,776	14,308	19,341					
所有者权益合计	167,721	201,762	252,211	301,546					
负债和股东权益	213,396	251,146	311,836	365,274					

现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	51,669	62,897	80,461	91,283
现金收益	47,639	60,933	81,193	90,014
存货影响	-3,584	880	-3,996	238
经营性应收影响	581	-316	-794	-323
经营性应付影响	-13,797	255	323	74
其他影响	20,830	1,144	3,735	1,280
投资活动现金流	-1,805	-3,000	-2,500	-2,300
资本支出	-2,309	-3,030	-2,524	-2,319
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	504	30	24	19
融资活动现金流	-24,128	-5,511	-22,793	-36,108
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-24,091	-30,721	-41,212	-45,768
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-37	25,210	18,419	9,660

主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	10.3%	16.3%	32.7%	10.5%
EBIT增长率	13.5%	25.6%	34.2%	11.1%
归母净利润增长率	13.3%	19.5%	34.1%	11.1%
获利能力				
毛利率	91.7%	92.3%	93.0%	93.2%
净利率	50.5%	51.9%	52.5%	52.8%
ROE	27.8%	27.7%	29.7%	27.6%
ROIC	33.0%	34.8%	37.4%	35.1%
偿债能力				
资产负债率	21.4%	19.7%	19.1%	17.4%
债务权益比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	406.5%	449.9%	473.2%	525.8%
速动比率	343.3%	393.2%	419.5%	476.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	不适用	不适用	不适用	不适用
应付账款周转天数	63	61	60	63
存货周转天数	1,195	1,170	1,013	1,012
每股指标 (元)				
每股收益	37.17	44.44	59.61	66.20
每股经营现金流	41.13	50.07	64.05	72.67
每股净资产	128.42	152.83	189.38	224.65
估值比率				
P/E	54	46	34	31
P/B	16	13	11	9
EV/EBITDA	48	38	29	26

数据来源：华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 座

机构销售：金灿灿

联系电话：021-20657884

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn