

# 解密茅台利润迷局

在 A 股市场，贵州茅台是难得的长期投资标的。

由于 12 月 23 日公司召开 2016 年度酱香系列酒全国经销商大会（期间会披露一些集团的销售数据），因此公司提前一天（22 日）披露了业绩快报，快报显示，公司收入超预期增长了 19.16%，但净利润就仅仅录得 7.4% 的增长，低于分析师和市场的一致预期，在点评中，分析师试图找各种理由说明公司在隐藏利润：以前是通过预收账款调节，这次快报又增加了“通过消费税来调节，即先确认消费税，而收入则不确认”，毕竟，收入是有较大幅度增长的，再以预收账款调节为理由似乎略显单薄。

## 一、茅台是否在大幅隐藏利润？

### 1、有没有通过巨额预收账款隐藏利润？

如果出现这种情况，一般来说会预收账款和存货、尤其是产成品会同比例增加，因为一旦确认收入就需要同时结转销售成本进而减少存货，而不确认收入则不需要结转成本，存货亦不会有变化，比如老白干(600559)在改制之前，就是大量的存货（特别是产成品）和大额预收账款并存，显而易见，这种情况就系产品已销售出去并已收到货款，但收入却推迟确认。但我们看到贵州茅台三季度末预收账款较年初虽然大幅增长 91 亿，但存货却几乎没有变动。

因此，高额预收账款并不意味着公司刻意不确认收入进而隐藏利润。

### 2、有没有通过提前确认消费税而不确认收入来调节利润？

这是昨天公司披露简报之后分析师几乎完全一致的观点，要回答这个问题，第一、需要了解会计要素确认、计量方面要求之原则，其中之一就是**匹配原则**，即指营业收入和与其相对应的成本、费用应当相互配合，配比原则包括收入和费用在因果联系上的配比，也包含收入和费用在时间意义上的配比，即一定会计期间内的收入和费用的配比问题（消费税本质上属于费用的一种）。

第二，看看消费税的会计分录是怎么做的。

关于消费税的账务处理

借：银行存款(应收账款或预收账款)

借：营业税金及附加

贷：主营业务收入

贷：应缴税费-销项税

贷：应交税金--应交消费税

在账务处理时，公司应根据销售发票作为做账的原始凭证，确认销售收入，同时确认相应消费税，且不说茅台这样的大公司没有预先计提消费税、后确认收入的动机，就是账务处理也不合规，这是一个非常简单的常识。

### 3、消费税基提高是否影响净利润增幅？

在排除了预先计提消费税这种可能之后，再看看分析师给出的另一个理由，即消费税基提高，其实这个影响在去年已经有了，《贵州省国税局关于核定部分白酒产品消费税最低计税价格的通知》系在 2015 年 7 月初就已下发，对公司影响主要体现在 2015 年四季度，而公司在 2015 年年报中亦特别提及了“公司消费税基提高”这个因素。

## 营业税金及附加/销售收入

时间	2014.Q4	2015.Q4	2016.1-9
税率	7.95%	13.4%	13.6%

2014年第四季度是7.95%，而2015年第四季度则大幅提升到13.4%，2016年1-9月则是13.6%，因此2016年第四季度税基提升导致消费税增加，进而致使利润增幅低于收入增幅逻辑似乎也不成立。

通过上述分析，似乎很难得出茅台隐藏利润的结论。

## 二、为何利润增幅显著低于收入增幅？

先看一组数据

### 2011-2015年茅台酒销售单价（元/斤）

时间	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
销售单价	433	514	614	653	593
变动幅度	未披露	18.7%	19.4%	6.3%	-9.2%

（根据公司历年财报披露数据计算整理）

公司最近一次调整出产地是2012年1月1号，由619元/瓶上调至819，上调幅度达32.3%，且2012年是白酒行业景气顶峰，但公司当年销售均价仅增长18.7%，若扣除涨价因素，实际均价应该是下滑的；

2013年白酒遭遇严冬，但均价却依然增长高达19.4%；

2014年白酒行业继续低迷，但依然增长6.3%；

2015年一线白酒显著复苏，但均价却下滑9.2%！

可以看到，当行业景气时，单价是下滑的，而行业低迷时，单价反而是上升的。

为何？

**根源在于系列酒**（后面把5星或飞天茅台简称为茅台酒，其它称为系列酒）。

在行业不景气时，经销商显然优先卖茅台，系列酒滞销，厂家也不会给经销商太大压力；一旦行业转好，茅台终端供不应求，厂家就会给经销商搭配系列酒任务，而系列酒单价显著低于茅台酒，纵然销量及销售占比有限，但就会影响整体销售均价。

因此2016年第四季度虽然收入增幅较大，但是此时茅台酒货源极其紧张，厂家就会搭配很多系列酒，导致系列酒销售占比较大，其较低的毛利率拖累了净利润增幅。

另外，董明珠可以给格力员工加薪，茅台为何就不可能呢？

## 三、真实利润取决于茅台酒的产能

稍微做一下调查就知道，市场上的假茅台肯定远大于真茅台，即便处于白酒严冬，茅台酒也是皇帝女儿不愁嫁，其影响的只是假茅台的销量，因此茅台酒的销量和行业景气与否并未有太大关系，这点从最近几年茅台的销售收入就可以得到印证，行业景气度只会影响：1、经销商利益，2、系列酒销量，3、假茅台的销量。

既然如此，茅台酒的销售就非常稳定，其销量大小并非取决于市场需求，**而是完全取决于产能**，不同于浓香型的洋河、五粮液靠外购基酒或是大幅扩产，源于酱香的特殊工艺，茅台基酒扩产非常稳健，更重要的是，茅台并没有象有的白酒企业在产品供不应求时外购基酒加以勾调销售（比如同为酱香的郎酒就曾向

潭酒厂购买基酒），而是以品质为先，这亦是多年来茅台口碑和其它白酒品牌此长彼消的原因所在。

至于巨额预收账款，则只能是说明经销商看好后市而大量预先打款所致，在不上调出产价的情况下，业绩仍就取决于产能。

#### **四、2017 能有超额收益吗？**

临近年终，茅台酒供应非常紧张，很多地方断货，而公司极其靓丽的财报（预收账款）亦印证了这一点，但一则类似信息市场已充分消化，二则市场一致认为公司大量隐藏了利润，如果到时业绩仍旧不及市场预期，明年二级市场恐难获得超额收益，除非公司大幅提高分红比例。

从公司历年税收、职工工资及利润变动情况来看，显然公司是以国家、员工利益为先，其后才是经销商和股东利益，虽然大股东同时也部分代表了国家利益，但毕竟和其它流通股股东还略有区别。