

五粮液 (000858)

公司研究/点评报告

“十三五”圆满收官，21Q1 实现良好开局

——五粮液 (000858) 2020 年报及 2021 年一季报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 04 月 28 日

一、事件概述

4 月 28 日公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报。2020 年公司实现营业收入 573.21 亿元，同比+14.37%；实现归母净利润 199.54 亿元，同比+14.67%。2021 年第一季度，公司实现营业收入 243.25 亿元，同比+20.19%；实现归母净利润 93.24 亿元，同比+21.02%。

二、分析与判断

➤ “十三五”圆满收官，21Q1 实现良好开局

2020 年公司实现收入 573.21 亿元，同比+14.37%，折合 20Q4 实现收入 148.28 亿元，同比+13.92%。略慢于全年增速，预计主要是今年春节后置导致发货节奏略有放缓。按产品口径看，五粮液产品实现收入 440.61 亿元，同比+13.92%；系列酒实现收入 83.73 亿元，同比+9.81%。得益于茅台价格年内持续上行，五粮液产品承接需求外溢明显；系列酒操作层面公司持续进行控制优化，预计增长主要由价格贡献。按渠道口径看，经销模式实现收入 453.80 亿元，同比+4.65%；直销模式实现 70.54 亿元，同比+140.15%。直销模式高增主要是公司年内加强了五粮液产品的大客户团购开发力度。

20Q1 公司实现收入 243.25 亿元，同比+20.19%，收入增速环比提速明显，主要是得益于国内疫情防控得当，行业需求复苏明显；同时茅台在终端严格实施开箱政策，导致高端白酒需求外溢情况更加明显。基于这一有利条件，21Q1 五粮液实现了价格和库存的向好修复，批价基本站稳千元大关，库存也来到近年来较低水平。

➤ 盈利水平基本保持稳健态势

2020 年公司整体毛利率为 74.16%，同比-0.30ppt，其中酒类毛利率为 80.28%，同比+0.33ppt。期间费用率 11.92%，同比-0.72ppt，销售/管理费用率分别走低 0.22ppt/0.77ppt 是主因。全年净利率 36.48%，同比+0.11ppt，基本保持稳定。

21Q1 公司整体毛利率为 76.43%，同比-0.10pp。期间费用率 9.29%，同比-0.88ppt，主要是销售费用率同比走低 1.45ppt，预计主要原因是：(1) 新会计准则下运输费用转移至成本项；(2) 在茅台开箱、高端白酒需求外溢的良好外部背景下，公司阶段性地减少了费用的投放。21Q1 净利率 40.22%，同比+0.39ppt。

➤ 把握“十四五”开局先机，关注公司品牌力提升与团购业务开展

展望 2021 年，我们认为应重点关注公司在品牌建设与团购业务两大方向上的举措。**五粮液业绩增长与批价上行的根本驱动力是过硬的产品品质与强大的品牌力**，公司计划在品牌宣传方面形成“空地”结合的组合拳，重视一线员工的品牌认可与讲好五粮液故事的能力，同时在产品端通过布局超高端价格带的经典五粮液系列产品，持续提升品牌形象。**五粮液团购业务是批价管控、厂商命运共同体搭建和公司长期发展的基石**，公司多次强调传统渠道不增量、加码团购业务的战略决定，在团购业务开展过程中公司将致力于持续改善渠道利润以形成厂商命运共同体，与企业团购客户建立长期关系也有利于产品价格管控、超高端产品的消费者培育和导入工作，更可以通过与大企业客户开展业务往来强化品牌形象，助力长期发展。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现营业收入 678/794/917 亿元，同比+18.5%/+17.1%/+15.5%；实现归母净利润 240/287/336 亿元，同比+20.3%/+19.6%/+17.0%，对应 EPS 为 6.18/7.40/8.66 元，目前股价对应 PE 为 46/38/33 倍。公司估值低于白酒板块 2020 年 52 倍 PE (wind 一致预期，算数平均法)，维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

当前价格： 281.82 元

交易数据 2021-4-27

近 12 个月最高/最低(元)	333.5/136.37
总股本(百万股)	3881.61
流通股本(百万股)	3795.79
流通股比例(%)	98%
总市值(亿元)	10939.15
流通市值(亿元)	10697.28

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

1. 五粮液 (000858) 2020 年度主要业绩数据点评：全年经营稳健，“十三五”圆满收官
2. 五粮液 (000858) 点评报告：“十三五”收官，浓香龙头交出完美答卷

四、风险提示:

疫情及经济下滑拖累需求、批价不及预期、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	57,321	67,811	79,406	91,714
增长率 (%)	14.4%	18.3%	17.1%	15.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	19,955	24,005	28,707	33,601
增长率 (%)	14.7%	20.3%	19.6%	17.0%
每股收益 (元)	5.14	6.18	7.40	8.66
PE (现价)	54.8	45.6	38.1	32.6
PB	12.8	10.5	9.0	7.6

资料来源:公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	57,321	67,811	79,406	91,714
营业成本	14,812	16,749	18,899	21,094
营业税金及附加	8,092	9,512	11,174	12,885
销售费用	5,579	6,645	6,869	7,521
管理费用	2,610	3,085	3,692	4,356
研发费用	131	163	186	218
EBIT	26,097	31,656	38,586	45,640
财务费用	(1,486)	(2,046)	(1,743)	(1,579)
资产减值损失	(14)	0	0	0
投资收益	94	89	94	92
营业利润	27,826	33,954	40,586	47,474
营业外收支	(148)	(170)	(187)	(164)
利润总额	27,678	33,810	40,440	47,330
所得税	6,765	8,264	9,884	11,568
净利润	20,913	25,546	30,556	35,761
归属于母公司净利润	19,955	24,005	28,707	33,601
EBITDA	26,608	32,121	39,063	46,123
资产负债表 (百万元)				
货币资金	68210	87141	105293	123704
应收账款及票据	18610	21005	25188	28751
预付款项	247	292	322	363
存货	13228	18650	16501	23190
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	103781	136146	154222	185632
长期股权投资	1850	1939	2033	2125
固定资产	5867	6169	6199	6366
无形资产	434	420	411	400
非流动资产合计	11537	12025	12314	12690
资产合计	115319	148171	166536	198322
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	4147	4750	5325	5963
其他流动负债	1117	1117	1117	1117
流动负债合计	25879	39127	37268	44660
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	256	256	256	256
非流动负债合计	256	256	256	256
负债合计	26135	39383	37524	44916
股本	3882	3882	3882	3882
少数股东权益	2052	3593	5442	7602
股东权益合计	89184	108788	129011	153406
负债和股东权益合计	115319	148171	166536	198322

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	14.4%	18.3%	17.1%	15.5%
EBIT 增长率	15.7%	21.3%	21.9%	18.3%
净利润增长率	14.7%	20.3%	19.6%	17.0%
盈利能力				
毛利率	74.2%	75.3%	76.2%	77.0%
净利润率	34.8%	35.4%	36.2%	36.6%
总资产收益率 ROA	17.3%	16.2%	17.2%	16.9%
净资产收益率 ROE	22.9%	22.8%	23.2%	23.0%
偿债能力				
流动比率	4.0	3.5	4.1	4.2
速动比率	3.5	3.0	3.7	3.6
现金比率	2.6	2.2	2.8	2.8
资产负债率	0.2	0.3	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	0.6	0.7	0.6	0.7
存货周转天数	327.0	342.6	334.8	338.7
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	5.1	6.2	7.4	8.7
每股净资产	22.4	27.1	31.8	37.6
每股经营现金流	3.8	7.6	7.5	7.9
每股股利	2.6	2.4	2.7	2.9
估值分析				
PE	54.8	45.6	38.1	32.6
PB	12.6	10.4	8.9	7.5
EV/EBITDA	38.4	31.2	25.2	20.9
股息收益率	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	20,913	25,546	30,556	35,761
折旧和摊销	518	465	477	483
营运资金变动	(6,315)	3,265	(1,782)	(5,609)
经营活动现金流	14,699	29,331	29,303	30,689
资本开支	987	1,006	818	912
投资	(735)	0	0	0
投资活动现金流	(1,722)	(1,006)	(818)	(912)
股权募资	15	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(9,213)	(9,393)	(10,333)	(11,366)
现金净流量	3,764	18,932	18,152	18,410

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。