

# 十四五开局良好，业绩实现稳健增长



——五粮液（000858）2020 年报&2021 年一季报点评

**事件:** 公司发布 2020 年报及 2021 年一季报, 公司 2020 年实现营业收入 573.21 亿元, 同比增长 14.37%, 实现归属于母公司净利润 199.55 亿元, 同比增长 14.67%; 2021 年第一季度实现营业收入 243.25 亿元, 同比增长 20.19%; 实现归属于上市公司股东的净利润 93.24 亿元, 同比增长 21.02%。

## 点评

### ❖ 十三五圆满收官，团购业务持续发力

2020 年实现营收和归属于母公司净利润分别为 573.21、199.55 亿元, 分别同比增长 14.37%、14.67%, 其中 2020 四季度公司营业收入和归母净利润分别为 148.28、54.09 亿元, 分别同比增长 13.92%、11.34%。2020 年白酒业务收入 524.34 亿元, 同比提升 13.24%, 占比达 91.47%。分产品看, 2020 年五粮液产品实现收入 440.61 亿元, 同比增长 13.92%, 系列酒产品收入 83.73 亿元, 同比增长 9.81%。分渠道看, 2020 年经销模式收入 453.80 亿元, 同比增长 4.65%, 直销模式收入 70.54 亿元, 同比增长 140.15%, 直销模式收入占比 13.45%, 同比提升 7.11 个百分点, 主要系公司大力推进的企业级团购以及新零售渠道开发。从量价上看, 五粮液销量 28139 吨, 同比提升 5.28%, 单价 156.58 万元/吨, 同比增长 8.21%, 预计主要系普五销售均价提升以及直销占比提升所致; 系列酒销量 132304 吨, 同比下滑 4.60%, 单价 6.33 万元/吨, 同比增长 15.10%, 主要系公司在系列酒上集中打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性大单品, 推动产品结构提升和品牌升级。五粮液产品及系列酒毛利率分别为 84.95%、55.68%, 分别较去年同期增长 0.22、-0.02 个百分点, 受益于产品结构稳步提升, 高价位酒盈利能力持续提升。

### ❖ 费用率持续优化，盈利能力保持稳定

2020 年公司毛利率下滑 0.3 个百分点至 74.16%, 主要系运输费用计入成本所致。费用方面, 期间费用率同比下滑 0.72 个百分点至 11.92%, 其中销售费用同比下滑 0.21 个百分点至 9.73%, 主要系运输费用调至运营成本; 管理费用率下降 0.77 个百分点至 4.78%。综合来看, 销售净利率同比提升 0.11 个百分点至 36.48%, 盈利水平基本保持稳健。预收款方面, 2020 年末公司合同负债+其他流动负债为 97.36 亿元, 同比下滑 27.95 亿元, 预计主要系春节时点差异导致打款节奏变化。现金流方面, 经营活动产生的现金流量净额为 146.98 亿元, 同比下滑 36.41%, 主要系一季度部分销售回款体现在上年末及缴纳的税金增加等因素综合影响所致。

### ❖ 2021 年一季度实现高质量开局，业绩稳定增长

2021 年第一季度实现营业收入和归属于母公司净利润分别为 243.25、93.24 亿元, 分别同比增长 20.19%、21.02%。一季度毛利率 76.43%, 同比略降 0.1 个百分点, 预计主要系产品结构调整系列酒收入提升以及运输费用调整至成本所致。费用方面一季度期间费用率同比下滑 0.88 个百分点至 9.29%, 其中

## 📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	食品饮料
报告时间	2021/04/28
前收盘价	281.82
公司评级	增持评级

## 👤 分析师

### 欧阳宇剑

证书编号: S1100517020002  
ouyangyujian@cczq.com

## 👤 联系人

### 何宇航

证书编号: S1100120090004  
heyuhang@cczq.com

## 📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼, 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼, 200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层, 518000
成都	中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼, 610041

销售费用率同比下滑 1.45 个百分点至 7.09%，预计主要系运输费用调整以及广告投放减少所致；管理费用率同比提升 0.46 个百分点至 4.07%，主要系 2020 年度绩效奖金一次性发放以及去年 2 月起享受阶段性减免企业社会保险费（该优惠政策本年已取消）综合影响所致。得益于期间费用率的下滑，销售净利率同比提升 0.39 个百分点至 40.22%。预收款方面，2021 一季度公司合同负债+其他流动负债为 56.28 亿元，同比提升 8.59 亿元，主要系经销商旺季备货，打款积极所致。现金流方面，2021 一季度经营活动产生的现金流量净额为 55.05 亿元，同比提升 67.07 亿元，其中销售回款为 210.66 亿元，同比提升 66.04%，主要系销售规模扩大以及银行承兑汇票到期收现增加所致。

#### ❖ 品牌优势叠加团购发力，全年双位数增长目标有望稳步实现

目前五粮液批价稳定在 990 元/瓶左右，库存普遍约为 2-4 周，整体发货进度为 60%左右，部分经销商开始执行计划外价格打款，比例约为 10%左右，计划外发货量预计占非大商全年的 20%左右，二季度淡季严格控货，计划外打款有望助力批价上行。2021 年公司经营目标为力争实现营业总收入两位数增长，公司启动 12 万吨生态酿酒项目，未来总产能将突破 40 万吨，高端产能将突破 4 万吨。长期来看，受益于团购渠道红利释放、数字化渠道赋能、品牌价值持续回归，公司将实现高质量发展，在高端酒市场具有良好潜力，全年业绩目标有望顺利实现。

#### ❖ 维持公司“增持”评级

预计公司 2021-2023 年年营业收入分别为 668.72、771.69、866.77 亿元，归属母公司净利润分别为 243.60、287.40、332.45 亿元，EPS 分别为 6.28、7.40、8.56 元/股，对应 PE 分别为 44.91、38.06、32.90 倍，维持公司“增持”评级。

#### ❖ 风险提示：宏观经济下行风险；食品安全风险；团购发展不及预期。

##### 盈利预测与估值

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	57321.06	66871.76	77168.53	86676.71
+/-%	14.37	16.66	15.40	12.32
归属母公司股东				
净利润(百万)	19871.23	24359.91	28739.90	33245.49
+/-%	14.74	22.59	17.98	15.68
EPS(元)	5.119	6.28	7.40	8.56
PE	55.05	44.91	38.06	32.90

资料来源：公司公告，预测截止日期 2021/04/28，川财证券研究所

报表预测					现金流量表 (人民币, 百万)						
利润表 (人民币, 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	50118.1	57321.1	66871.8	77168.5	86676.7	经营性现金净流量	23097.7	14734.7	37203.0	39827.7	45082.4
减: 营业成本	12802.3	14812.0	15438.9	17352.9	19130.4	投资性现金净流量	-1616.4	-1722.0	0.0	0.0	400.0
营业税金及附加	6984.3	8092.3	9440.7	10894.3	12236.7	筹资性现金净流量	-7251.6	-9213.2	-7973.7	-9035.0	-10076.5
营业费用	4985.6	5578.9	6553.4	7562.5	8494.3	现金流量净额	14229.7	3799.4	29229.2	30792.7	35405.8
管理费用	2655.3	2609.5	3076.1	3549.8	3987.1						
财务费用	-1430.7	-1485.5	-1684.0	-2359.3	-3104.0	财务分析和估值指标					
资产减值损失	-3.0	-14.1	0.0	0.0	0.0	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
加: 投资收益	92.5	93.5	0.0	0.0	0.0	盈利能力					
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	毛利率	74.5%	74.2%	76.9%	77.5%	77.9%
其他经营损益	-133.5	-158.5	0.0	0.0	0.0	销售净利率	36.2%	36.3%	38.2%	39.0%	40.2%
营业利润	24083.3	27662.9	34046.6	40168.3	46032.2	ROE	23.3%	23.2%	24.3%	24.4%	24.1%
加: 其他非经营损益	-139.8	-148.0	0.0	0.0	400.0	ROA	24.7%	25.4%	23.5%	22.0%	20.4%
利润总额	23943.5	27514.9	34046.6	40168.3	46432.2	成长能力					
减: 所得税	5798.5	6685.2	8511.7	10042.1	11583.1	销售收入增长率	25.2%	14.4%	16.7%	15.4%	12.3%
净利润	18145.0	20829.8	25535.0	30126.2	34849.2	净利润增长率	29.8%	14.8%	22.6%	18.0%	15.7%
减: 少数股东损益	826.1	958.5	1175.1	1386.3	1603.7						
归属母公司股东净利润	17318.9	19871.2	24359.9	28739.9	33245.5	资本结构					
资产负债表 (人民币, 百万)											
2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产结构						
货币资金	53811.11	60230.05	89459.3	120252.0	155657.8	资产负债率	20.3%	7.9%	20.0%	7.0%	14.7%
应收和预付款项	15042.88	18893.38	23672.6	25431.1	29709.9	流动比率	4.5	11.5	4.6	13.5	6.5
存货	13679.62	13228.27	14818.6	16705.2	18047.7	速动比率	3.7	9.8	4.1	12.1	5.9
其他流动资产	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	经营效率					
长期股权投资	1021.78	1849.98	1850.0	1850.0	1850.0	总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
投资性房地产	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	存货周转率	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1
固定资产和在建工程	6921.17	7348.98	7200.8	7052.6	6904.3	业绩和估值					
无形资产和开发支出	411.78	435.23	435.2	435.2	435.2	EPS	4.5	5.1	6.3	7.4	8.6
其他非流动资产	256.89	416.01	354.6	293.1	293.1	BPS	19.1	22.1	25.9	30.3	35.5
资产总计	91145.23	102401.90	137791.0	172019.2	212898.1	PE	63.2	55.1	44.9	38.1	32.9
短期借款	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	PB	14.7	12.8	10.9	9.3	7.9
应付和预收款项	18500.55	6933.30	26445.2	10949.0	30159.3						
长期借款	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0						
其他负债	0.00	1117.45	1117.5	1117.5	1117.5						
负债合计	18500.55	8050.75	27562.6	12066.4	31276.7						
股本	3881.61	3881.61	3881.6	3881.6	3881.6						
资本公积	2682.65	2682.65	2682.6	2682.6	2682.6						
留存收益	67726.45	79141.72	93843.9	111189.6	131254.6						
归属母公司股东权益	74290.70	85705.97	100408.2	117753.8	137818.8						
少数股东权益	1805.35	2052.27	3227.3	4613.7	6217.3						
股东权益合计	76096.05	87758.25	103635.5	122367.5	144036.2						
负债和股东权益合计	94596.59	95809.00	131198.1	134433.9	175312.9						

## 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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399