

五粮液 (000858)

业绩符合预期，改革红利将加速释放

——五粮液 2020 年&2021Q1 业绩点评报告

分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 联系人：杨骥、张潇倩
 qiuguanhua@stocke.com.cn;

事件

公司公布 2020 年年报&一季报：2020 年公司实现收入约 573.21 亿元 (+14.37%)；净利润约 199.55 亿元 (+14.67%)；2021Q1 公司实现营业收入约 243.25 亿元 (+20.19%)；净利润约 93.24 亿元 (+21.02%)。

点评

□ 五粮液平稳收官十三五，圆满完成年度任务

在疫情影响下，公司圆满完成年初制定的双位数增长目标，2020 年公司实现收入 573.21 亿元 (+14.37%)；净利润 93.24 亿元 (+21.02%)，公司在经营业绩、产品价格、渠道利润、产品结构及品牌价值均实现稳步增长：

- 1) 产品价格/渠道利润方面：批价稳步提升，渠道利润增厚开启经营正循环。在疫情爆发之初，消费场景消失使得公司批价下降至 900 元以下，五粮液通过精准施策、“两管控一加快”、调整配额、加大团购占比、提升团购渠道出厂价等举措，在数字化系统加持下，公司批价回升至千元团购价超千元，不断提升的批价及渠道利润赋予经销商越来越强的信心，更多经销商愿意加大进货力度；
- 2) 产品结构方面：产品结构升级推动净利润高增。2020 年五粮液主品牌收入 441 亿元，同比增长 13.9%，销量 28139 吨，同比增长 5.3%，主品牌均价同比增长 8.2%；系列酒收入 83.7 亿元，同比增长 9.8%，销量 13.2 万吨，同比下降 4.6%，系列酒均价同比增长 15.1%，产品结构持续提升推动利润端稳步增长；
- 3) 盈利能力及费用方面：2020 年公司毛利率及净利率较去年同期分别降低 0.30、提升 0.11 个百分点至 74.16%、36.48%；费用率方面，公司销售费用率较去年同期减少 0.21 个百分点至 9.73%（运输费用划转至成本端）、管理费用率较去年同期减少 0.77 个百分点至 4.78%；预收款方面，2020 年公司预收款为 97.60 亿元，环比增长 49.80 亿元；现金流方面，2020 年公司经营性现金流净额为 146.98 亿元，较去年同期减少 36.40%（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）。

□ 2021Q1 业绩符合预期，经营进入正循环

春节动销超市场预期，收入利润双双高增。2021Q1 公司业绩实现增速超 20% 的稳健发展，主因：1) 春节动销超预期——春节期间全国收入端总体增长 30% 以上，部分区域超 50%，且多地库存不足 5%；2) 八代五粮液团购价从 889 元/瓶提升至 999 元/瓶；3) 继团购价提升后，公司要求 3 月 1 日开始八代五粮液批价不得低于 1150 元/瓶，零售价及团购成交价不得低于 1250 元/瓶，目前绝大部分地区批价已站稳千元，品牌力稳步提升。

预收款环比下降，费用率小幅下降。费用率方面，公司销售费用率较去年同期减少 1.45 个百分点至 7.09%（运输费用划转至成本端）、管理费用率较去年同期增加 0.46 个百分点至 4.07%；预收款方面，2021Q1 公司预收款 56.40 亿元，环比下降 41.2 亿元（主要系上年末经销商打款积极、本季度销售旺季备货积极使用预收款增加综合所致）；现金流方面，2021Q1 公司经营性现金流净额为

评级

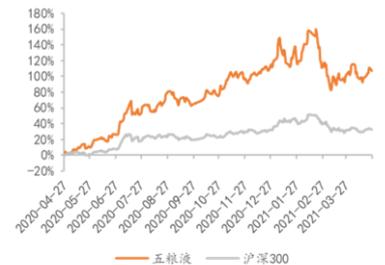
买入

上次评级	买入
当前价格	281.82

单季度业绩

元/股

2Q/2020	0.81
3Q/2020	0.95
4Q/2020	1.39
1Q/2021	2.40



公司简介

五粮液是高端白酒龙头企业之一，五粮液板块营收占比约 80%，核心产品是经典五粮液。

相关报告

- 《五粮液业绩预告点评报告：十三五平稳收官，经营进入正循环》(20210108)
- 《五粮液更新报告：育新机开新局，改革红利加速释放》(20201201)
- 《五粮液三季报业绩点评报告：业绩连续双位数增长，改革推动高质量发展》(20201030)
- 《五粮液：计划调整政策出台，量价有望持续上行》(20200630)
- 《五粮液：“二次创业”结硕果，纵深改革上层楼》(20200512)

分析师：马莉
 联系人：杨骥、张潇倩

55.05 亿元，较去年同期实现大幅增长（主要系本报告期经营规模扩大及银行承兑汇票到期收现增加所致）。

团购占比提升及新品为重要关注点。我们认为公司产品结构将稳步提升，主因：1) 公司将继续加大团购渠道占比；2) 公司低度酒未来或重新上市；3) 经典五粮液今年会投放千吨级以上规模；4) 小五粮稳步放量；5) 经典 20 经典 30 和经典 50 已完成设计，未来陆续推出；6) 近期牛年五粮液等非标产品亦陆续上市，八代五粮液价格带以上产品矩阵正不断完善；7) 五粮春重新各地招商，按原总代分销价格 120 元打款（同比增长 70%）将有效增厚利润。

□ 经营将进入正循环发展通道，业绩兼备确定性及高成长性

我们认为 2017-2020 年为改革基础期，接下去两年才是措施真正产生协同效用、红利迅速释放时期。短期来看，2021 年营销目标及方针为：继续坚持稳中求进的工作总基调，保持战略定力，以满足消费升级的需求目标，以供应的优先改革为引领，全年继续保持行业平均相近水平的发展速度，保持传统渠道投放总体不增量，保持五粮液场价格持续稳定提升的趋势不减缓。我们认为高端化速度、批价提升速度或超预期：1) 公司产品梯队清晰，高端酒（八代五粮液、经典五粮液等）将通过团购渠道运作叠加团购占比提升将继续带动公司产品结构，五粮液高端化速度或超预期；2) 在消费品牌意识不断增强、五粮液内部改革稳步推进的背景下，我们认为品牌力较强的五粮液批价表现亦或超预期。**中长期看**，千元价位带的持续扩容保证了量价提升空间，批价提升幅度及产品高端化速度均或超市场预期，同时多措并举下渠道利润的增厚为经营实现正循环奠定基础。我们认为未来五粮液业绩兼备高确定性&成长性及改革标杆地位将推动估值中枢进一步上移。

盈利预测及估值

2021-2023 年公司收入增速分别为 17.2%、14.7%、13.2%；归母净利润增速分别为 20.1%、17.9%、15.3%，EPS 分别为 6.2、7.3、8.4 元；PE 分别为 46、39、34 倍。考虑到公司改革红利将加速释放，当前估值具有性价比，给予买入评级。

□ **催化剂：**白酒需求恢复超预期，批价持续上行。

□ **风险提示：**1、疫情反复影响白酒动销；2、经典五粮液批价上涨不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	57321.1	67191.9	77044.8	87190.1
(+/-)	14.4%	17.2%	14.7%	13.2%
净利润	19982.0	23990.4	28291.0	32620.1
(+/-)	14.8%	20.1%	17.9%	15.3%
每股收益(元)	5.1	6.2	7.3	8.4
P/E	54.7	45.6	38.7	33.5

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	102356	116430	139143	162300
现金	68210	74567	94262	112805
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	18610	22975	24700	28707
其它应收款	36	46	51	58
预付账款	247	290	300	325
存货	13228	16041	16764	17872
其他	2024	2510	3067	2534
非流动资产	11537	19371	18624	17787
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1850	1264	1379	1497
固定资产	5867	15060	14337	13554
无形资产	434	424	413	404
在建工程	1480	1184	947	758
其他	1907	1439	1549	1574
资产总计	113893	135801	157768	180087
流动负债	25879	31178	33978	34147
短期借款	0	0	0	0
应付款项	4147	4715	4875	5341
预收账款	24	9362	10010	7837
其他	21708	17101	19094	20969
非流动负债	256	263	262	260
长期借款	0	0	0	0
其他	256	263	262	260
负债合计	26135	31441	34240	34408
少数股东权益	2052	3203	4560	6125
归属母公司股东权	85706	101157	118968	139555
负债和股东权益	113893	135801	157768	180087
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	14698	23094	28483	28508
净利润	20941	25141	29648	34185
折旧摊销	511	750	1034	1048
财务费用	(1486)	(1471)	(1716)	(1953)
投资损失	(94)	(96)	(99)	(102)
营运资金变动	(6629)	1114	455	(3527)
其它	1454	(2344)	(839)	(1142)
投资活动现金流	(1722)	(9643)	(27)	109
资本支出	(428)	(9574)	(2)	(2)
长期投资	(828)	586	(114)	(119)
其他	(466)	(655)	89	229
筹资活动现金流	(9213)	(7094)	(8760)	(10074)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(9213)	(7094)	(8760)	(10074)
现金净增加额	3763	6357	19696	18542

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	57321	67192	77045	87190
营业成本	14812	15592	16817	18369
营业税金及附加	8092	9486	10877	12309
营业费用	5579	6585	7704	8719
管理费用	2610	3696	4083	4447
研发费用	131	154	176	200
财务费用	(1486)	(1471)	(1716)	(1953)
资产减值损失	(14)	(1)	(8)	(11)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	94	96	99	102
其他经营收益	164	168	173	179
营业利润	27854	33416	39383	45390
营业外收支	(148)	(152)	(157)	(162)
利润总额	27706	33263	39226	45229
所得税	6765	8122	9578	11044
净利润	20941	25141	29648	34185
少数股东损益	959	1151	1357	1565
归属母公司净利润	19982	23990	28291	32620
EBITDA	27194	32943	38994	44723
EPS (最新摊薄)	5.1	6.2	7.3	8.4
主要财务比率				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	14.4%	17.2%	14.7%	13.2%
营业利润增长率	14.8%	20.0%	17.9%	15.3%
归属于母公司净利润	14.8%	20.1%	17.9%	15.3%
获利能力				
毛利率	74.2%	76.8%	78.2%	78.9%
净利率	36.5%	37.4%	38.5%	39.2%
ROE	24.4%	25.0%	24.8%	24.2%
ROIC	23.5%	24.1%	24.1%	23.7%
偿债能力				
资产负债率	22.9%	23.2%	21.7%	19.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.0	3.7	4.1	4.8
速动比率	3.4	3.2	3.6	4.2
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	651.6	710.9	528.8	616.2
应付账款周转率	4.5	4.2	4.1	4.2
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	5.1	6.2	7.3	8.4
每股经营现金流(最)	3.8	5.9	7.3	7.3
每股净资产(最新摊)	22.1	26.1	30.6	36.0
估值比率				
P/E	54.7	45.6	38.7	33.5
P/B	12.8	10.8	9.2	7.8
EV/EBITDA	39.2	31.0	25.8	22.1

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>