



2021年4月29日

五粮液（000858）：2020年规划圆满完成，2021实现开门红

食品饮料

推荐（维持）当前股价：285.60元

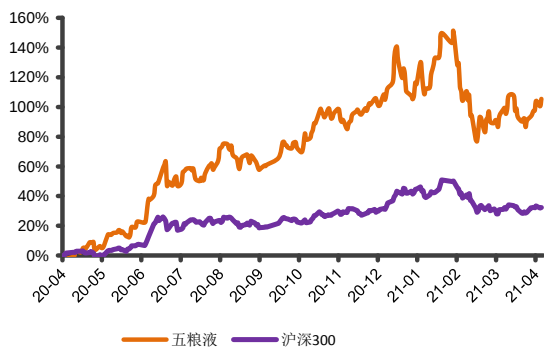
主要财务指标（单位：百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	57,321	66,779	77,457	89,395
(+/-)	14.4%	16.5%	16.0%	15.4%
营业利润	27,826	33,675	40,013	47,470
(+/-)	14.8%	21.0%	18.8%	18.6%
归属母公司净利润	19,955	24,343	29,101	34,701
(+/-)	14.7%	22.0%	19.5%	19.2%
EPS（元）	5.14	6.27	7.50	8.94
市盈率	55.6	45.5	38.1	31.9

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	38.82/37.96
流通市值（亿元）	10,841
每股净资产（元）	24.48
资产负债率（%）	22.9

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

● 公司于4月28日发布2020年报及2021年一季报。2020年全年公司实现营业收入573.21亿元，同比增长14.37%；实现归属于上市公司股东的净利润199.55亿元，同比增长14.67%；实现扣非后净利润199.95亿元，同比增长14.87%；每股收益5.14元。拟每10股派发现金红利25.80元（含税）。其中Q4单季实现营业收入148.28亿元，同比增长13.92%；归母净利润54.09亿元，同比增长11.34%；每股收益1.39元。2020年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%；每股收益2.40元。

● 2020年规划圆满完成，2021实现开门红。2020全年收入、净利润双双保持了双位数的增长，完成了2020年初规划。分产品来看，酒类业务实现收入524.34亿元，同比+13.24%，主要是产品吨价同比+16.74%至32.68万元。其中主品牌产品收入440.61亿元，同比+13.92%，量价贡献分别为+5.28%和+8.21%，毛利率84.95%；系列酒产品收入83.73亿元，同比+9.81%，量价贡献分别为-4.60%和+15.10%，毛利率55.68%。分区域来看，西部依然是大本营，实现营收184.94亿元，同比+20.95%，收入占比32.26%；东部表现亮眼，营收141.86亿元，同比+30.17%。2021Q1收入、归母净利润同比分别+20.19%、+21.02%，经营活动现金净流入55.05亿，同比+558.11%，主要是2020年春节较早，大量回款体现在上个季度以及上交大额递延税金导致20Q1基数过低。

● 期间费用率控制良好，净利率稳中有升。2020年综合毛利率微降0.3pct至74.16%，2020Q1毛利率微降0.1pct至76.43%，主要是新收入准则所致。2020年期间费用率11.92%，同比-0.72pct；其中销售费用率9.73%，同比-0.22pct；管理费用率4.78%，同比-0.77pct；研发费用



率和财务费用率基本保持稳定；净利率同比+0.09pct 至 34.81%。21Q1 销售费用率 7.09%，同比-1.45pct；管理费用率 4.07%，同比+0.46pct，主要是时公司去年自 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）所致，净利率同比+0.26pct 至 38.33%。

● **公司未来看点。**（1）公司重大项目建设进展顺利，30 万吨陶坛陈酿酒库一期竣工投产，新增 8 万吨原酒存储能力；（2）一季度优先执行计划内价格配额，二季度起加快执行计划外团购配额，吨价有望得到较为明显的提升；（3）公司不断拓展渠道，建立传统、团购和创新三大渠道体系，官方商城、五粮液云店、数字酒证平台建成运行，市场将呈现高质量发展态势；（4）随着我国居民可支配收入的提升，消费升级提质扩容，消费升级趋势将使得市场份额向高端名优酒企集中，行业集中度进一步提升。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 667.79、774.57 和 893.95 亿元，EPS 分别为 6.27、7.50 和 8.94 元，当前股价对应 PE 分别为 45.5、38.1 和 31.9 倍，给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；省外地区拓展不达预期；食品安全问题等。



图表 1：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产：					营业收入	57,321	66,779	77,457	89,395
货币资金	68,210	73,661	85,926	99,965	营业成本	14,812	17,102	19,474	22,426
应收账款	20,671	26,205	29,476	33,778	营业税金及附加	8,092	8,092	8,092	8,092
存货	13,228	17,594	19,412	21,818	销售费用	5,579	6,544	7,668	8,850
其他流动资产	247	260	273	286	管理费用	2,610	3,139	4,105	4,738
流动资产合计	102,356	117,720	135,086	155,848	财务费用	-1,486	-1,646	-1,851	-2,156
非流动资产：					研发费用	131	134	232	268
金融类资产	1	1	1	2	费用合计	6,834	8,171	10,155	11,700
固定资产+在建工程	7,349	7,926	8,524	9,143	资产减值损失	-13	-9	-6	-4
无形资产+商誉	435	479	527	579	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	3,752	4,127	4,540	4,994	投资收益	94	98	103	108
非流动资产合计	11,537	12,534	13,592	14,718	营业利润	27,826	33,675	40,013	47,470
资产总计	113,893	130,254	148,678	170,565	加：营业外收入	41	45	49	54
流动负债：					减：营业外支出	189	208	228	251
短期借款	0	0	0	0	利润总额	27,678	33,512	39,834	47,273
应付账款、票据	4,147	5,172	5,645	6,520	所得税费用	6,765	8,191	9,736	11,554
其他流动负债	21,732	23,906	26,296	28,926	净利润	20,913	25,321	30,098	35,719
流动负债合计	25,879	29,078	31,941	35,446	少数股东损益	959	978	997	1,017
非流动负债：					归母净利润	19,955	24,343	29,101	34,701
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	256	269	282	296	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	256	269	282	296	成长性				
负债合计	26,135	29,346	32,223	35,742	营业收入增长率	14.4%	16.5%	16.0%	15.4%
所有者权益					营业利润增长率	14.8%	21.0%	18.8%	18.6%
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	归母净利润增长率	14.7%	22.0%	19.5%	19.2%
资本公积金	2,683	2,683	2,683	2,683	总资产增长率	7.0%	14.4%	14.1%	14.7%
未分配利润	59,443	70,061	82,598	97,394	盈利能力				
少数股东权益	2,052	2,052	2,052	2,052	毛利率	74.2%	74.4%	74.9%	74.9%
所有者权益合计	87,758	100,908	116,455	134,823	营业利润率	48.5%	50.4%	51.7%	53.1%
负债和所有者权益	113,893	130,254	148,679	170,565	三项费用/营收	11.9%	12.2%	13.1%	13.1%
					EBIT/销售收入	48.3%	50.2%	51.4%	52.9%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	36.5%	37.9%	38.9%	40.0%
净利润	20,913	25,321	30,098	35,719	ROE	23.8%	25.1%	25.8%	26.5%
折旧与摊销	511	466	498	531	营运能力				
财务费用	0	-1,646	-1,851	-2,156	总资产周转率	50.3%	51.3%	52.1%	52.4%
存货的减少	445	-4,366	-1,817	-2,406	资产结构				
营运资本变化	-6,760	-4,509	-2,798	-3,427	资产负债率	22.9%	22.5%	21.7%	21.0%
其他非现金部分	-411	1,755	1,930	2,123	现金流质量				
经营活动现金净流量	14,698	17,021	26,060	30,384	经营净现金流/净利润	0.70	0.67	0.87	0.85
投资活动现金净流量	-1,722	-1,044	-1,096	-1,151	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-9,213	-10,526	-12,699	-15,194	每股收益	5.14	6.27	7.50	8.94
现金流量净额	3,763	5,452	12,265	14,039	每股净资产	22.61	26.00	30.00	34.73

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007 年 7 月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见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任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>