

五粮液 (000858.SZ)

2021 开门红，看好后续五粮系列量价齐升

事件：

公司公布 2020 年年报及 2021 年一季报，2020 年实现营收 573.21 亿元，同增 14.37%，归母净利润 199.55 亿元，同增 14.67%。公司 20Q1 实现收入 243.25 亿元，同增 20.19%，归母净利润 93.24 亿元，同增 21.02%，公司拟每 10 股派 25.80 元现金股利。

点评：

➤ **2020年业绩符合预期，2021年实现开门红。**公司2020年营收、归母净利润均同增14%以上，符合双位数增长的预期。其中2020Q4营收148.28亿元，同增13.92%，归母净利润为54.09亿元，同增11.92%。2021Q1营收、归母净利润符合预期，实现超20%的增长，各项费用率相对稳定。2021Q1回款表现亮眼，现金回款210.66亿元，同增66.04%，经营活动产生的现金流量净额55亿元，去年同期为-12.02亿元。

➤ **收入结构持续优化。**按销售渠道分，2020年经销、直销分别实现收入453.80、70.54亿元，占比86.55%、13.45%，同增4.65%、140.15%，其中直销模式占比同比增加7.11pct，团购、电商渠道持续发力。按酒类产品分，2020年五粮液、系列酒分别实现收入440.61亿元、83.73亿元，分别同增13.92%、9.81%，其中五粮液系列量价提升，销售量同增5.28%、吨位价同增8.21%，产品结构优化。根据终端经典五粮液、小五粮的良好反馈，我们看好五粮液系列经典五粮液、小五粮等产品持续优化产品结构，加快业绩增长。

➤ **五粮液终端动销向好，批价站上一千元可期。**当前五粮液终端动销良好，线上终端到手价格保持1100元/瓶以上，批价980-990元/瓶，数字化改革的红利持续落地，下半年批价大概率站上一千元。在茅台所打开的高端酒需求下，五粮液仍然是最有能力承接的品牌。

➤ **盈利预测：**根据公司年报及季报数据，我们调整公司的盈利预测及目标价。我们预计公司2021-2023 年收入分别68,307/79,910/92,181 百万元，同比增长19.17%/16.99%/15.36%；净利润分别为23,776/27,904/32,576 百万元，同比增19.15%/17.36%/16.74%；对应PE为46.63/39.73/34.03倍。

➤ **风险提示：**市场资金偏好发生转变；高端白酒市场竞争愈加激烈；消费升级不及预期

审慎推荐(维持评级)

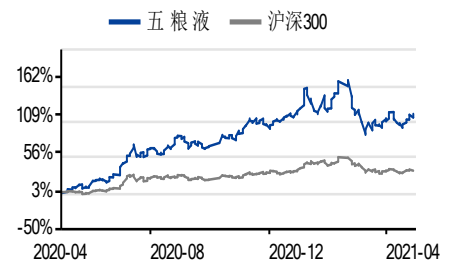
当前价格：285.6 元

目标价格：325 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	3,882/3,796
流通 A 股市值 (百万元)	1,084,077
每股净资产 (元)	24.48
资产负债率 (%)	18.87
一年内最高/最低 (元)	357.19/130.38

一年内股价相对走势



团队成员：

分析师 赖靖瑜

执业证书编号：S0210520080004

电话：021-20655283

邮箱：lly2652@hfzq.com.cn

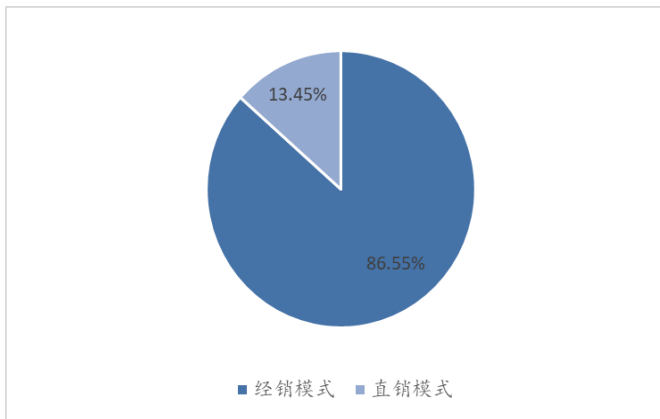
相关报告

五粮液 (000858.SZ)：高端白酒持续扩容，五粮液最具承接实力

财务数据和估值	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
营业收入(百万元)	50,118	57,321	68,307	79,910	92,181
增长率(%)	25.20	14.37	19.17	16.99	15.36
净利润(百万元)	17,402	19,955	23,776	27,904	32,576
增长率(%)	30.02	14.67	19.15	17.36	16.74
EPS(元/股)	4.48	5.14	6.13	7.19	8.39
市盈率(P/E)	29.27	56.77	46.63	39.73	34.03
市净率(P/B)	6.86	13.22	10.98	9.21	7.81

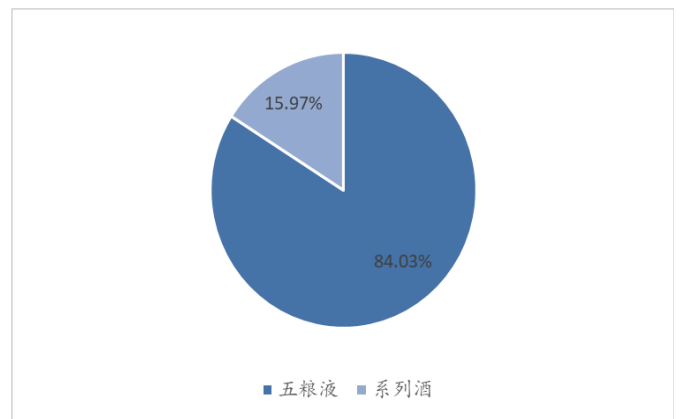
数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：收入按销售渠道划分



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 2：收入按产品系列划分



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 3：财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	68,210	80,275	97,597	117,268	营业收入	57,321	68,307	79,910	92,181
应收票据	18,568	22,127	25,886	29,861	营业成本	14,812	17,196	19,824	22,622
应收账款	41	42	49	57	税金及附加	8,092	9,643	11,281	13,014
预付账款	247	287	331	378	销售费用	5,579	6,489	7,591	8,296
存货	13,228	16,800	19,367	22,100	管理费用	2,610	3,279	3,836	4,425
合同资产	0	0	0	0	研发费用	131	156	183	211
其他流动资产	2,062	2,456	2,873	3,314	财务费用	-1,486	-1,138	-1,212	-1,274
流动资产合计	102,356	121,987	146,103	172,978	信用减值损失	1	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-14	0	0	0
长期股权投资	1,850	1,850	1,850	1,850	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	5,867	6,116	6,071	6,070	投资收益	94	94	94	94
在建工程	1,480	1,580	1,830	1,930	其他收益	162	162	162	162
无形资产	434	390	351	316	营业利润	27,826	32,938	38,663	45,144
商誉	2	2	2	2	营业外收入	41	40	41	40
其他非流动资产	1,906	1,883	1,864	1,847	营业外支出	189	0	0	0
非流动资产合计	11,537	11,819	11,966	12,013	利润总额	27,678	32,978	38,704	45,184
资产合计	113,893	133,806	158,069	184,991	所得税	6,765	8,060	9,460	11,044
短期借款	0	0	0	0	净利润	20,913	24,918	29,244	34,140
应付票据	764	887	1,022	1,166	少数股东损益	959	1,142	1,340	1,564
应付账款	3,383	3,927	4,528	5,167	归属母公司净利润	19,954	23,776	27,904	32,576
预收款项	24	29	33	39	NOPLAT	19,791	24,058	28,328	33,178
合同负债	8,619	10,270	12,015	13,860	EPS (摊薄)	5.14	6.13	7.19	8.39
其他应付款	2,763	2,763	2,763	2,763					
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	10,326	11,538	12,611	13,741					
流动负债合计	25,879	29,414	32,972	36,736					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	256	256	256	256					
非流动负债合计	256	256	256	256					
负债合计	26,135	29,670	33,228	36,992					
归属母公司所有者权益	85,706	100,942	120,306	141,900					
少数股东权益	2,052	3,194	4,535	6,099					
所有者权益合计	87,758	104,136	124,841	147,999					
负债和股东权益	113,893	133,806	158,069	184,991					

现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	14,698	16,298	22,587	27,061
现金收益	19,939	24,298	28,536	33,359
存货影响	451	-3,571	-2,568	-2,733
经营性应收影响	-3,834	-3,599	-3,810	-4,029
经营性应付影响	-11,567	672	741	788
其他影响	9,708	-1,502	-312	-324
投资活动现金流	-1,722	-800	-650	-540
资本支出	-963	-824	-670	-556
股权投资	-828	0	0	0
其他长期资产变化	69	24	20	16
融资活动现金流	-9,213	-3,433	-4,615	-6,850
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-9,228	-8,950	-11,509	-12,849
股东融资	15	15	15	15
其他影响	0	5,502	6,879	5,984

主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	14.4%	19.2%	17.0%	15.4%
EBIT增长率	15.5%	21.6%	17.7%	17.1%
归母净利润增长率	14.7%	19.2%	17.4%	16.7%
获利能力				
毛利率	74.2%	74.8%	75.2%	75.5%
净利率	36.5%	36.5%	36.6%	37.0%
ROE	22.7%	22.8%	22.4%	22.0%
ROIC	25.1%	25.6%	25.4%	25.3%
偿债能力				
资产负债率	22.9%	22.2%	21.0%	20.0%
债务权益比	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
流动比率	395.5%	414.7%	443.1%	470.9%
速动比率	344.4%	357.6%	384.4%	410.7%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	1	0	0	0
应付账款周转天数	81	77	77	77
存货周转天数	327	314	328	330
每股指标 (元)				
每股收益	5.14	6.13	7.19	8.39
每股经营现金流	3.79	4.20	5.82	6.97
每股净资产	22.08	26.01	30.99	36.56
估值比率				
P/E	57	47	40	34
P/B	13	11	9	8
EV/EBITDA	47	39	33	28

数据来源: wind, 华福证券研究所

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 座

机构销售：金灿灿

联系电话：021-20657884

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn