

## 品牌力、渠道力持续优化，21Q1 实现开门红

### 核心观点:

- **事件** 2020 全年公司实现营业总收入 573.21 亿元，同比增长 14.37%；实现归母净利润 199.55 亿元，同比增长 14.67%，扣非归母净利润 199.95 亿元，同比增长 14.87%。2021 年一季度公司实现营业总收入 243.25 亿元，同比增长 20.19%；实现归母净利润 93.24 亿元，同比增长 21.02%，扣非归母净利润 93.18 亿元，同比增长 20.58%。
- **顺利完成 2020 双位数增长目标，21Q1 实现开门红** 从单季度数据来看，20Q1-4 公司营业收入分别为 202.38、105.29、117.25、148.28 亿元，同比增速分别为 15.05、10.13、17.83、13.92%；归母净利润分别为 77.04、31.51、36.90、54.09 亿元，同比增速分别为 18.98、10.16、15.03、11.34%。21Q1 净利增速略高于收入增速，均超 20%，实现良好开门红。
- **五粮液产品体系进一步优化，系列酒有序推新、清理清退** 2020 全年酒类业务实现营业收入 524.34 亿元，同比增长 13.24%，营业成本 103.42 亿元，同比增长 11.40%，毛利率 80.28%，同比增加 0.33PCT。其中，五粮液、系列酒产品收入分别为 440.61、83.73 亿元，同比增长 13.92、9.81%；毛利率 84.95、55.68%，同比变动 0.22、-0.02PCT。分地区看，东部、西部表现突出，收入增速达 30、21%。
- **积极应对疫情，建立三大渠道体系，互补优化、精准动销** 2020 全年，公司经销、直销模式销售收入分别为 453.80、70.54 亿元，同比增长 4.65、140.15%；毛利率为 79.60、84.64%，同比变动-0.26、3.44PCT。全年会同经销商开展高端宴席近万余场，培育市场消费氛围，并有效地帮助经销商及终端实现高质量动销。正式上线五粮液云店，开启“云上服务”，有效地帮助专卖店在疫情新形势下拓展线上销售机会、开展数字化团购、实施精准会员营销。
- **投资建议** 预计公司 2021-2023 年度营业收入 675.78、779.44、906.07 亿元，同比增长 17.89、15.34、16.25%，归母净利润 240.97、280.47、329.80 亿元，同比增长 20.76、16.39、17.59%，对应 EPS 为 6.21、7.23、8.50 元，目前价格对应 PE 倍数为 45、39、33，“推荐”评级。
- **风险提示** 食品安全的风险；下游需求疲软的风险；业务及渠道开拓不及预期的风险。

### 主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	57,321.06	67,577.52	77,943.91	90,606.67
收入增长率	14.37%	17.89%	15.34%	16.25%
净利润（百万元）	19,954.81	24,097.43	28,047.00	32,980.46
净利润增长率	14.67%	20.76%	16.39%	17.59%
EPS（元）	5.14	6.21	7.23	8.50
PE	55	45	39	33

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 五粮液（000858.SZ）

**推荐** 维持评级

### 分析师

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying\_yj@chinastock.com.cn

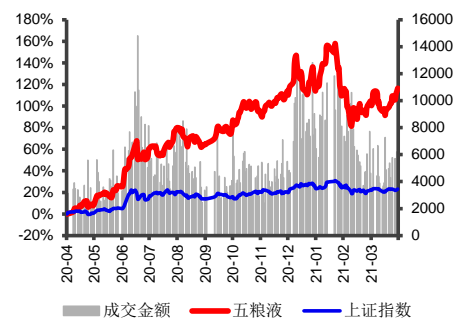
分析师登记编码: S0130511090001

### 市场数据

2021-04-28

A 股收盘价(元)	285.60
A 股一年内最高价(元)	357.19
A 股一年内最低价(元)	230.00
上证指数	3,457.07
市盈率	51.39
总股本（百万股）	3881.61
实际流通 A 股(百万股)	3795.79
限售的流通 A 股(百万股)	85.82
流通 A 股市值(亿元)	10840.77

### 相对上证表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 目 录

一、事件.....	1
二、我们的观点.....	1
(一) 顺利完成 2020 全年双位数增长目标.....	1
(二) 持续完善品牌体系, 五粮液“三性一度”优化升级.....	1
(三) 加快营销组织变革, 进一步提升渠道管控力.....	3
(四) 盈利能力稳中略升.....	4
三、投资建议.....	5
四、风险提示.....	5
五、附录.....	6

## 一、事件

五粮液发布 2020 年报及 2021 一季报。2020 全年公司实现营业总收入 573.21 亿元，同比增长 14.37%，营业收入 573.21 亿元，同比增长 14.37%；实现归母净利润 199.55 亿元，同比增长 14.67%，扣非归母净利润 199.95 亿元，同比增长 14.87%。

2021 年一季度公司实现营业总收入 243.25 亿元，同比增长 20.19%，营业收入 243.25 亿元，同比增长 20.19%；实现归母净利润 93.24 亿元，同比增长 21.02%，扣非归母净利润 93.18 亿元，同比增长 20.58%。

2020 年度公司现金分配方案：每 10 股派现金 25.80 元（含税），拟分配现金 100.15 亿元。

## 二、我们的观点

### （一）顺利完成 2020 全年双位数增长目标

公司年报与前期业绩快报披露数据基本一致。2020 全年收入、利润稳健增长。

**2020 年收入、利润增速较为稳定，受益于春节及中秋国庆旺季，一三季度增速较高，Q4 收入、净利润增速 14%、11%，顺利完成目标。**从单季度数据来看，20Q1-4 公司营业收入分别为 202.38、105.29、117.25、148.28 亿元，同比增速分别为 15.05%、10.13%、17.83%、13.92%；归母净利润分别为 77.04、31.51、36.90、54.09 亿元，同比增速分别为 18.98%、10.16%、15.03%、11.34%。

21Q1 净利增速略高于收入增速，均超 20%，实现良好开门红。

### （二）持续完善品牌体系，五粮液“三性一度”优化升级

**五粮液产品体系进一步优化，系列酒有序推新、清理清退。**2020 年度，公司持续深化供给侧结构性改革，经典五粮液正式上市；高端文化酒、纪念酒和个性化定制产品开发进度顺利；系列酒公司的全国性大单品尖庄、五粮醇、五粮特曲的新产品有序推出，同时坚持瘦身健体，2020 年共清理清退 12 个品牌。

五粮液产品：

公司持续按照“三性一度”原则，进一步优化完善五粮液产品体系，形成了 501 五粮液、经典五粮液、第八代五粮液、五粮液 1618、低度五粮液为主的产品体系。

2020 年 9 月公司推出战略性高端大单品“经典五粮液”，以顺应消费升级新趋势，进一步丰富高端白酒品类，满足消费者美好生活需要。公司相继在上海、成都、广州举行新品发布，以积极姿态与消费者见面，并与故宫文化 IP 结合，增加曝光率；围绕重点市场优先布局，紧锁高端消费等方面持续推进经典五粮液宣传和消费者培育工作，受到消费者高度关注和认可。

系列酒产品：

系列酒持续坚持“做强全国性战略品牌、做大区域性重点品牌、做优总经销品牌”三个聚

焦原则，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性大单品，强化产品动销，大力推动品牌升级。

2020年，公司全面完成了尖庄、五粮醇、五粮特曲等主要品牌的升级上市，并成功实施了上述品牌的重点市场打造和终端分级分类建设，重新明确了各品牌发展定位、划清价格跑道，进一步夯实品牌发展基础，取得了较好的成果。

2020全年酒类业务实现营业收入524.34亿元，同比增长13.24%，营业成本103.42亿元，同比增长11.40%，毛利率80.28%，同比增加0.33PCT。其中，五粮液、系列酒产品收入分别为440.61、83.73亿元，同比增长13.92、9.81%；毛利率84.95、55.68%，同比变动0.22、-0.02PCT。

东部、西部地区表现突出，收入增速达30、21%。分地区来看，公司东部、南部、西部、北部、中部地区营业收入分别为141.86、56.24、184.94、57.87、83.43亿元，同比变动30.17、3.20、20.95、-2.32、-4.54%；毛利率81.12、81.87、78.52、81.00、81.16%，同比变动-1.38、-0.02、2.82、-0.44、-0.82PCT。

表 1:公司 2020 年度主营（酒类）业务经营情况（单位：亿元）

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率比上年同期增减
<b>分行业</b>						
制造业（酒类）	524.34	103.42	80.28%	13.24%	11.40%	0.33%
<b>分产品</b>						
五粮液产品	440.61	66.32	84.95%	13.92%	12.28%	0.22%
系列酒产品	83.73	37.11	55.68%	9.81%	9.86%	-0.02%
<b>分地区</b>						
东部区域	141.86	26.78	81.12%	30.17%	40.43%	-1.38%
南部区域	56.24	10.20	81.87%	3.20%	3.31%	-0.02%
西部区域	184.94	39.73	78.52%	20.95%	6.92%	2.82%
北部区域	57.87	11.00	81.00%	-2.32%	0.02%	-0.44%
中部区域	83.43	15.72	81.16%	-4.54%	-0.17%	-0.82%

资料来源：公司定期财务报告，中国银河证券研究院

表 2:公司 2020 年度营业收入占比构成（单位：亿元）

	2020 年度		2019 年度		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
<b>分产品</b>					
酒类	524.34	91.47%	463.02	92.39%	13.24%
其中： 五粮液产品	440.61	76.87%	386.76	77.17%	13.92%
系列酒产品	83.73	14.61%	76.26	15.22%	9.81%
塑料制品	25.85	4.51%	25.41	5.07%	1.75%
印刷	1.36	0.24%	1.25	0.25%	9.29%
玻璃瓶	1.76	0.31%	1.94	0.39%	-9.18%
其他	19.89	3.47%	9.57	1.91%	107.92%
<b>分地区</b>					

酒类产品		<b>524.34</b>	<b>91.47%</b>	<b>463.02</b>	<b>92.39%</b>	<b>13.24%</b>
其中:	东部区域	141.86	24.75%	108.98	21.74%	30.17%
	南部区域	56.24	9.81%	54.50	10.87%	3.20%
	西部区域	184.94	32.26%	152.90	30.51%	20.95%
	北部区域	57.87	10.10%	59.25	11.82%	-2.32%
	中部区域	83.43	14.56%	87.39	17.44%	-4.54%
非酒类产品		<b>48.87</b>	<b>8.53%</b>	<b>38.16</b>	<b>7.61%</b>	<b>28.06%</b>

资料来源: 公司定期财务报告, 中国银河证券研究院

2020 全年酒类销量 160,443 吨, 同比下降 5.61%; 其中五粮液、系列酒销量 28,139、132,304 吨, 同比变化 5.28%、-4.60%。目前公司酒类整体产能利用率约 92%, 在建产能约 2 万吨。

表 3: 公司 2020 年度酒类产品生产、销售和库存量

产品	生产量 (吨)		销售量 (吨)		库存量 (吨)	
	本期数	同比变化	本期数	同比变化	本期数	同比变化
五粮液产品	25,952	0.23%	28,139	5.28%	2,733	-44.45%
系列酒产品	132,879	-6.67%	132,304	-4.60%	11,486	5.27%
合计	<b>158,831</b>	<b>-5.61%</b>	<b>160,443</b>	<b>-3.00%</b>	<b>14,219</b>	<b>-10.18%</b>

资料来源: 公司定期财务报告, 中国银河证券研究院

表 4: 公司 2020 年度现有产能及在建情况 (万吨)

主要产品	设计产能	实际产能	在建产能
酒类	10.38	9.54	1.999

资料来源: 公司定期财务报告, 中国银河证券研究院

**持续提升优质酒率, 生产支撑力稳步提升。**2020 年度公司一级酒总产量超额完成全年目标, 最大车间一级酒产量创历史新高, 特级酒产量创新高, 为公司实现可持续发展奠定了坚实的基础。

**重大项目建设进展顺利, 品质保证力明显增强。**2020 年内, 公司 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; 在建的成品酒包装及智能仓储配送一体化项目、勾储酒库技改项目、酿酒专用粮工艺仓及磨粉自动化改造项目, 均完成主体建筑施工; 酒体设计中心、企业技术中心以及厂前区规划改造工程全面启动。

### (三) 加快营销组织变革, 进一步提升渠道管控力

公司主要的销售模式包括经销和直销模式。

**经销模式:** 包括传统渠道运营商模式、专卖店模式、KA 卖场等, 主要在线下销售。

**直销模式:** 包括团购销售模式, 直接面向团体消费者销售产品; 线上销售模式, 通过天猫、京东等电商平台销售产品。线上直销销售主要为, 五粮液产品的第八代五粮液, 系列酒产品的五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄。

2020 全年, 公司经销、直销模式销售收入分别为 453.80、70.54 亿元, 同比增长 4.65、



140.15%；毛利率为 79.60、84.64%，同比变动-0.26、3.44PCT。

**积极应对疫情，建立三大渠道体系，互补优化。**新冠疫情发生后，公司推进“老品损失新品补、零售损失团购补、线下损失线上补”，渠道结构进一步优化，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，市场呈现高质量发展态势。

**持续优化渠道建设，进一步提升营销管控制力。**营销数字化一期项目基本建成，营销全过程数据实现可视化，营销数据支撑决策能力有效提升。持续优化传统渠道结构，进一步净化五粮液的商家队伍。浓香系列酒公司积极打造尖庄、五粮醇、五粮特曲的根据地市场和样板市场。

**持续强化组织保障，实施高质量、精准动销。**全年会同经销商开展高端宴席近万余场，培育市场消费氛围，并有效地帮助经销商及终端实现高质量动销。正式上线五粮液云店，开启“云上服务”，有效地帮助专卖店在疫情新形势下拓展线上销售机会、开展数字化团购、实施精准会员营销。

**渠道拓展推动 2020 年末经销商数量同比增长 30.56%。**2020 年末，公司经销商数量为 5622 家，相比 2019 年末增加 1316 家，其中东、西、南、北区分别增加 295、359、325、337 家。

表 5:公司 2020 年度不同销售模式经营情况 (单位: 亿元)

产品类型	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率比上年同期增减
酒类产品	524.34	103.42	80.28%	13.24%	11.40%	0.33%
其中: 经销模式	453.80	92.59	79.60%	4.65%	6.04%	-0.26%
直销模式	70.54	10.83	84.64%	140.15%	96.15%	3.44%

资料来源: 公司定期财务报告, 中国银河证券研究院

2020 年 4 月 15 日，公司第五届董事会七十二次会议审议通过，公司与五粮液集团公司共同出资成立“四川五粮液新零售管理有限公司”（出资比例为 9:1），致力于打造集品牌宣传平台、产品销售平台、消费者互动平台和线上市场管理平台为一体的“垂直生态赋能平台”，也是公司依托大数据等新技术应用布局未来，不断满足日益增长的消费需求，积极融入时代经济，完善新型智能零售体系与传统渠道互补、协同发展的有利格局。

#### (四) 盈利能力稳中略升

2020 年经营现金流净额 146.98 亿元，同比下降 36.4%，主要因 20Q1 部分回款已于 19 年四季度完成以及缴纳税金增加所致。21Q1 经营现金流净额 55.05 亿元，同比 20Q1 (-12.02 亿元) 转正并明显提升，21Q1 现金回款 210.66 亿元，同比提升 66%。

**2020 主营毛利率 80.28%，净利率 36.48%。**2020 全年公司毛利率为 74.16%，同比下降 0.30PCT。分季度看，一至四单季毛利率分别为 76.53、70.71、74.51、73.10%，同比变动 0.75、0.52、0.71、-3.20PCT。公司主营酒类业务毛利率为 80.28%，较去年同期微增 0.33PCT。

2020 全年公司净利润率提升 0.11PCT 至 36.48%，扣非净利润率提升 0.15PCT 至 34.88%。

**21Q1 毛利率 76.43%，净利率 40.22%。**21Q1 公司毛利率为 76.43%，同比上升 0.65PCT；净利润率提升 1.49PCT 至 40.22%，扣非净利润率提升 1.13PCT 至 38.31%。

### 三、投资建议

预计公司 2021-2023 年度营业收入分别为 675.78、779.44、906.07 亿元，同比增长 17.89、15.34、16.25%，归母净利润 240.97、280.47、329.80 亿元，同比增长 20.76、16.39、17.59%，对应 2021-2023 年 EPS 为 6.21、7.23、8.50 元，目前价格对应 PE 倍数为 45、39、33，“推荐”评级。

### 四、风险提示

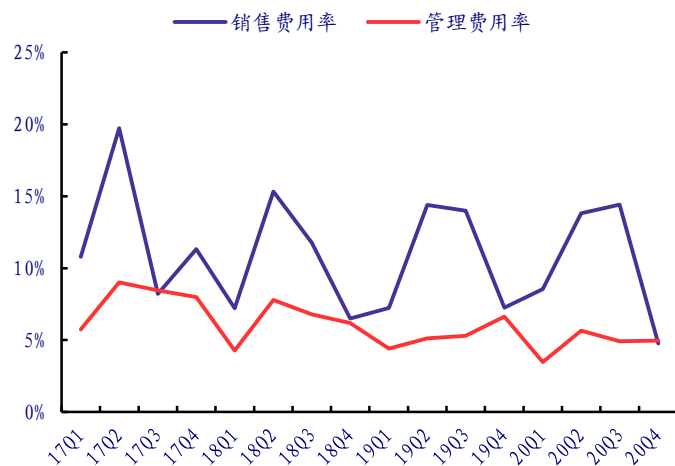
食品安全的风险；下游需求疲软的风险；业务及渠道开拓不及预期的风险。

## 五、附录

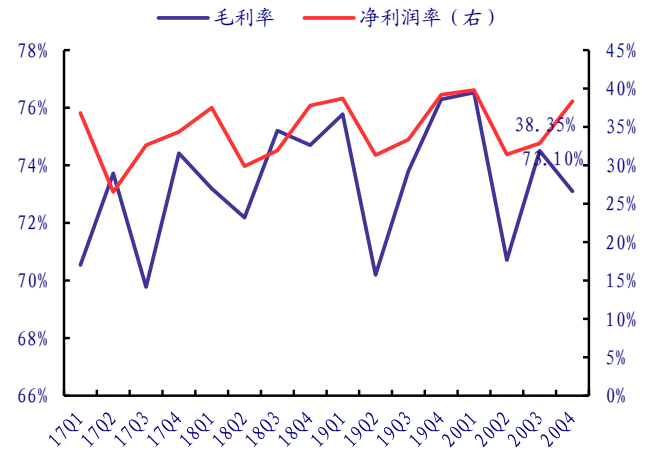
**表 6:公司主要财务指标及盈利预测**

主要财务指标	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	40,030.19	50,118.11	57,321.06	67,577.52	77,943.91	90,606.67
营业收入增长率	32.61%	25.20%	14.37%	17.89%	15.34%	16.25%
归属净利润（百万元）	13,384.25	17,402.16	19,954.81	24,097.43	28,047.00	32,980.46
净利润增长率	38.36%	30.02%	14.67%	20.76%	16.39%	17.59%
EPS（元）（摊薄）	3.45	4.48	5.14	6.21	7.23	8.50
P/E	82	63	55	45	39	33

资料来源：公司定期财务报告，中国银河证券研究院（PE 对应 2021 年 4 月 28 收盘价）

**图 1: 公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动**


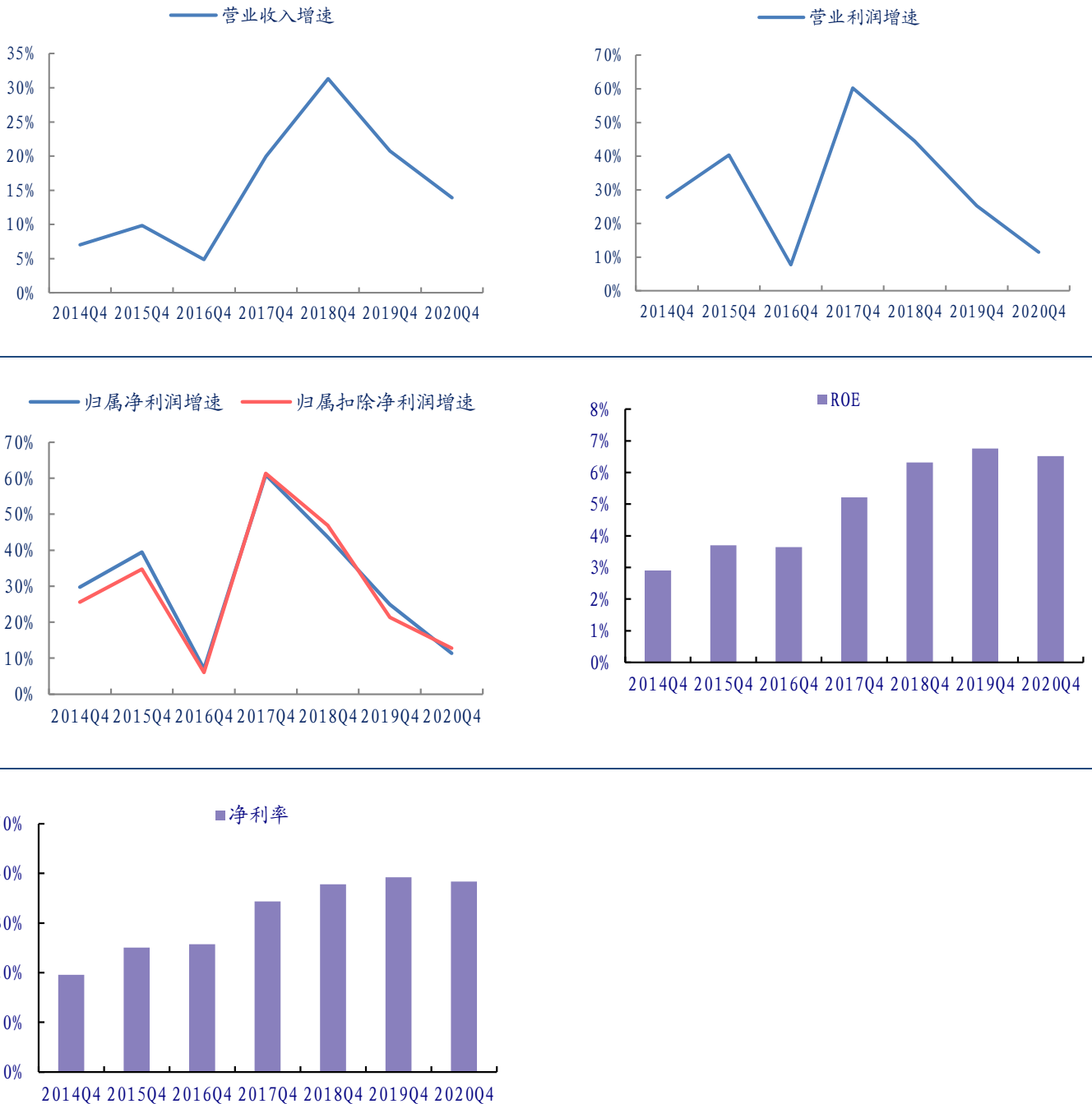
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**图 2: 公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

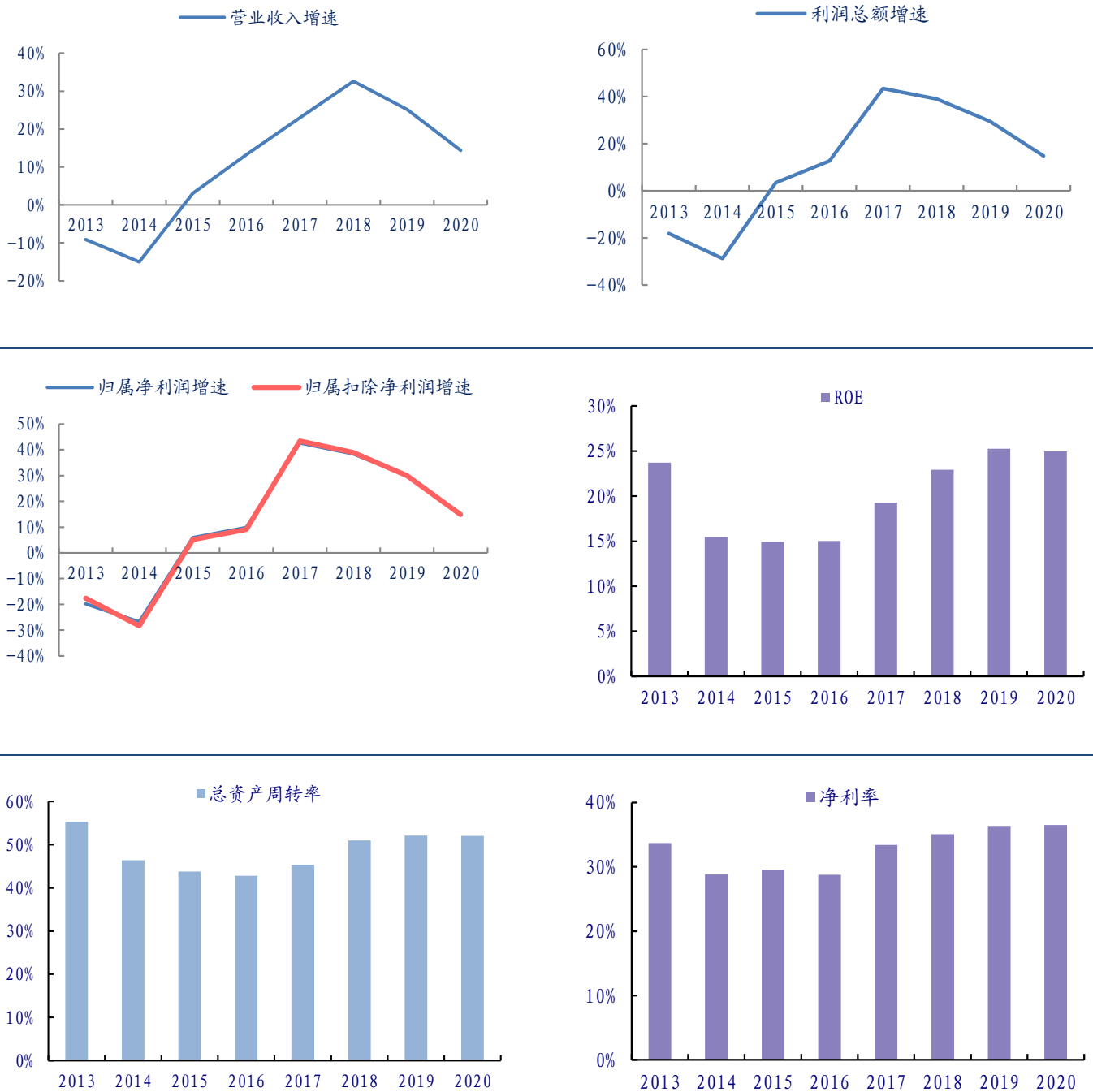


图 3: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (四季度单季)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn