

2020 年年报&2021Q1 一季报点评: Q1 增长景气, 渠道结构持续优化

买入 (维持)

2021 年 04 月 30 日

证券分析师 何长天

执业证号: S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

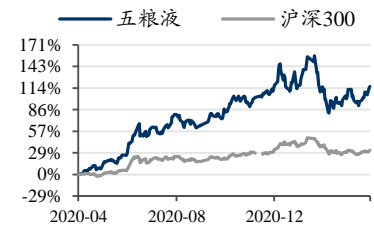
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	57,321	68,599	80,229	92,244
同比 (%)	14.4%	19.7%	17.0%	15.0%
归母净利润 (百万元)	19,955	24,706	29,732	35,569
同比 (%)	14.7%	23.8%	20.3%	19.6%
每股收益 (元/股)	5.14	6.36	7.66	9.16
P/E (倍)	56.31	45.48	37.80	31.59

事件: 发布 2020 年年报和 2021 年一季报。20 年实现营收 573.2 亿 (+14.4%), 归母净利 199.6 亿 (+14.7%)。20Q4 营收 148.3 亿 (+13.9%), 归母净利 54.1 亿 (+11.3%)。21Q1 营收 243.2 亿 (+20.1%), 比 19Q1 增 38.3%, 19Q1-21Q1 营收 CAGR 为 17.6%, Q1 归母净利同增 21.02%。

投资要点

- **产品结构梳理调整, 高端产品量价齐升。** 20 年五粮液产品营收 440.6 亿 (+13.9%), 毛利率 84.95% (同升 0.22PCT), 销量 28139 吨 (+5.28%), 吨售价 156.6 万 (+8.2%), 吨价提升主因 1) 普五提价, 2) 高端产品的推出, 3) 直销渠道占比提升; 系列酒产品营收 83.7 亿 (+9.81%), 营收占比提升 0.61PCT, 销量 132304 吨 (-4.6%), 吨售价 6.3 万元 (+14.6%), 系公司推动产结构升级, 打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性大单品调整所致。
- **东西部市场拓展效果显著。** 分区域看, 20 年东部地区营收 141.9 亿元 (+30.17%), 西部地区营收 184.9 亿元 (+20.95%); 南部 (+3%), 北部 (-2%), 中部 (-5%), 占比最大的东部、西部依旧实现较快增长, 南部市场基本保持稳定, 北部、中部受疫情冲击收入有所下滑。
- **持续优化渠道建设, 直销、团购齐头并进。** 20 年直销渠道发展迅速, 实现营收 70.5 亿 (+140.15%), 毛利率 84.64% (同升 3.44PCT), 高于经销模式的 79.60% 的毛利率。同时发展建立传统、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。
- **21Q1 增长景气, 现金流回款大增。** 21Q1 经营性净现金流 55.1 亿 (去年同期-12 亿), 销售收现 210.7 亿 (+66%), 主要系营业收入增加及银行承兑汇票到期收现增加所致; 合同负债 49.9 亿, 环比减少 36.3 亿, 主要系春节提前集中到 20Q4 打款所致。
- **盈利预测与投资评级:** 随着渠道发展和市场拓展, 我们预测 2021-2023 年的 EPS 为 6.36/7.66/9.16 元。我们预计 21-23 年公司营收增速 19.7/17.0/15.0%, 归母净利增速 23.8/20.3/19.6%, 对应 PE 为 45/38/32X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反弹, 宏观经济消费需求疲软。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	289.50
一年最低/最高价	132.20/357.19
市净率(倍)	11.83
流通 A 股市值(百万元)	1098887.33

基础数据

每股净资产(元)	24.48
资产负债率(%)	18.87
总股本(百万股)	3881.61
流通 A 股(百万股)	3795.81

相关研究

- 1、《五粮液 (000858): 改革愈深, 稳中求进》2020-10-30
- 2、《五粮液 (000858): Q2 现金流显著改善, 全年稳健增长可期》2020-08-28
- 3、《五粮液 (000858): 品牌绽放, 稳步前行》2020-04-28

五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	102,356	131,874	140,665	183,132	营业收入	57,321	68,599	80,229	92,244
现金	68,210	83,934	94,539	124,119	减:营业成本	14,812	17,184	20,002	22,463
应收账款	18,610	25,465	25,134	31,852	营业税金及附加	8,092	9,350	10,420	11,368
存货	13,228	17,989	18,347	22,460	营业费用	5,579	6,497	7,305	8,071
其他流动资产	2,308	4,485	2,645	4,702	管理费用	2,741	3,013	3,262	3,500
非流动资产	11,537	13,791	17,431	19,592	研发费用	131	158	190	214
长期股权投资	1,850	2,767	3,689	4,609	财务费用	-1,486	-1,627	-1,902	-2,394
固定资产	5,867	7,436	10,348	11,683	资产减值损失	-14	0	0	0
在建工程	1,482	1,315	1,191	1,106	加:投资净收益	94	89	94	92
无形资产	434	420	410	401	其他收益	162	125	138	146
其他非流动资产	1,905	1,852	1,794	1,793	资产处置收益	1	3	3	3
资产总计	113,893	145,665	158,096	202,724	营业利润	27,826	34,400	41,377	49,477
流动负债	25,879	41,773	30,594	46,121	加:营业外净收支	-148	-131	-138	-142
短期借款	0	0	0	0	利润总额	27,678	34,268	41,239	49,336
应付账款	4,147	5,215	5,505	6,631	减:所得税费用	6,765	8,376	10,080	12,059
其他流动负债	21,732	36,558	25,090	39,490	少数股东损益	959	1,187	1,428	1,709
非流动负债	256	256	256	256	归属母公司净利润	19,955	24,706	29,732	35,569
长期借款	0	0	0	0	EBIT	25,632	31,986	38,562	46,056
其他非流动负债	256	256	256	256	EBITDA	26,144	32,519	39,281	46,906
负债合计	26,135	42,029	30,850	46,377	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,052	3,239	4,667	6,376	每股收益(元)	5.14	6.36	7.66	9.16
归属母公司股东权益	85,706	100,397	122,579	149,972	每股净资产(元)	22.08	25.86	31.58	38.64
负债和股东权益	113,893	145,665	158,096	202,724	发行在外股份(百万股)	3882	3882	3882	3882
					ROIC(%)	124.1%	177.0%	119.8%	164.1%
					ROE(%)	23.8%	25.0%	24.5%	23.8%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	74.2%	74.9%	75.1%	75.6%
经营活动现金流	14,698	26,807	20,514	38,278	销售净利率(%)	34.8%	36.0%	37.1%	38.6%
投资活动现金流	-1,722	-2,695	-4,262	-2,916	资产负债率(%)	22.9%	28.9%	19.5%	22.9%
筹资活动现金流	-9,213	-8,387	-5,648	-5,782	收入增长率(%)	14.4%	19.7%	17.0%	15.0%
现金净增加额	3,763	15,725	10,604	29,580	净利润增长率(%)	14.7%	23.8%	20.3%	19.6%
折旧和摊销	511	533	719	850	P/E	56.31	45.48	37.80	31.59
资本开支	994	1,337	2,718	1,240	P/B	13.11	11.19	9.17	7.49
营运资本变动	-6,315	2,101	-9,366	2,639	EV/EBITDA	40.46	32.08	26.33	21.45

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>