

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

五粮液（000858.SZ）

维持评级

报告原因：年报点评

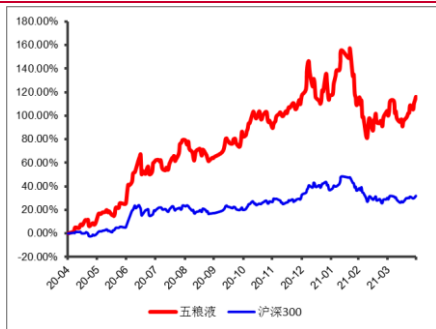
2020 完成全年目标，2021Q1 实现开门红

买入

2021 年 4 月 30 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 4 月 29 日

收盘价(元)：289.50

年内最高/最低(元)：357.19/230

流通 A 股/总股本(亿)：37.96/38.82

流通 A 股市值(亿)：10894

总市值(亿)：11140

基础数据：2020 年 12 月 31 日

基本每股收益：5.14

每股净资产(元)：22.08

净资产收益率：24.94%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 公司披露业绩公告，公司 2020 年实现营业收入为 573.21 亿元，同比增长 14.37%；净利润 199.55 亿元，同比增长 14.67%；基本每股收益 5.14 元。另外，2021Q1 实现营业收入 243.25 亿元，同比增长 20.19%；净利润 93.24 亿元，同比增长 21.02%；基本每股收益 2.402 元。

事件点评

- 十三五完美收官，2021 实现了开门红。公司 2020 年实现营业收入 573.21 亿元，同比增长 14.53%，归母净利润为 199.55 亿元，同比增长 14.67%。2021Q1 实现营业收入 243.25 亿元，同比增加 20.19%，归母净利润 93.24 亿元，同比增加 21.01%，营收净利增速均超 20%。总体来说，2020 年完成公司年初目标，2021 一季度实现开门红。具体来看，一是产品端持续深化供给侧结构性改革，经典五粮液正式上市，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。2020 年五粮液/系列酒产品营收同比+13.9%/9.8%，销量同比+5.3%/-4.6%，价格同比+8.2%/15.1%；二是渠道端，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，2020 年经销/直销收入同比+5%/140%。
- 公司盈利能力保持平稳。公司 2020 年销售净利率 36.48%，同比增加 0.11pct，基本持平。具体来看：1) 2020 销售毛利率为 74.16%，同比减少 0.30pct，主要因新收入准则下运输费用调整至营业成本所致；2) 2020 销售期间费用率 11.92%，同比下降 0.72pct。其中销售费用率为 9.73%，同比下降 0.22pct；管理费用率 4.78%，同比下降 0.77pct；财务费用率为-2.59%，同比增加 0.26pct；研发费用率 0.23%，同比减少 0.02pct。2) 预收账款方面，2020 年末公司合同负债+其他流动负债为 97.36 亿元，同比下滑 27.95 亿元。3) 现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 146.98 亿元，同比下滑 36.41%，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。
- 2021 年经营目标双位数增长。2021 年白酒行业产能仍然过剩，挤压式增长的竞争格局将长期存在。白酒行业仍处于以结构性繁荣为特征的



新一轮增长的长周期，高端白酒将继续引领行业结构性增长，行业进一步向优势品牌、优势企业、优势产区集中。展望全年，2021 年公司目标力争实现营收两位数增长，保持行业骨干企业平均增速。我们认为公司将通过全力以赴推动高质量发展；全力以赴推进全面深化改革；全力以赴实施创新驱动战略；全力以赴抓好重大项目建设实现全年目标。

投资建议

- 目前白酒行业仍处于以结构性繁荣为特征的新一轮增长的长周期。我们认为公司通过持续完善品牌体系、优化渠道建设、强化组织保障，确保企业可持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 240.91 亿、284.89 亿、334.87 亿，EPS 分别为 6.21 元、7.34 元、8.63 元，对应当前股价，PE 分别为 47 倍、39 倍、34 倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 宏观经济不确定因素、行业竞争进一步加剧、是知名品牌知识产权保护风险

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	102,356	124,491	147,285	171,439	营业收入	57,321	67,238	77,525	89,929
现金	68,210	80,920	101,299	121,331	营业成本	14,812	16,608	18,839	21,583
应收账款	78	267	224	247	营业税金及附加	8,092	8,741	10,078	11,691
其他应收款	36	46	51	59	销售费用	5,579	6,253	6,977	8,004
预付账款	247	270	290	315	管理费用	2,610	3,362	3,566	3,957
存货	13,228	18,092	18,581	19,336	财务费用	(1,486)	(1,118)	(1,367)	(1,670)
其他流动资产	20,557	24,896	26,839	30,150	资产减值损失	(14)	42	(7)	(8)
非流动资产	11,537	10,336	10,290	10,233	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1,850	1,264	1,379	1,497	投资净收益	94	50	50	50
固定资产	5,867	5,495	5,124	4,752	营业利润	27,826	33,400	39,489	46,422
无形资产	434	405	378	353	营业外收入	41	50	50	50
其他非流动资产	3,387	3,172	3,411	3,631	营业外支出	189	50	50	50
资产总计	113,893	134,827	157,575	181,671	利润总额	27,678	33,400	39,489	46,422
流动负债	25,879	31,081	35,398	38,066	所得税	6,765	8,150	9,635	11,327
短期借款	0	0	0	0	净利润	20,913	25,251	29,853	35,095
应付账款	3,383	4,337	4,672	5,306	少数股东损益	959	1,160	1,364	1,608
其他流动负债	22,496	26,744	30,726	32,760	归属母公司净利润	19,955	24,091	28,489	33,487
非流动负债	256	247	238	225	EBITDA	26,799	32,682	38,520	45,149
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	5.14	6.21	7.34	8.63
其他非流动负债	256	247	238	225	主要财务比率				
负债合计	26,135	31,328	35,636	38,291	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,052	3,212	4,576	6,184	成长能力				
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	营业收入	14.37%	17.30%	15.30%	16.00%
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	营业利润	14.77%	20.03%	18.23%	17.56%
留存收益	79,142	93,724	110,800	130,632	归属于母公司净利润	14.67%	20.73%	18.26%	17.54%
归属母公司股东权益	85,706	100,288	117,364	137,196	获利能力				
负债和股东权益	113,893	134,827	157,575	181,671	毛利率(%)	74.16%	75.30%	75.70%	76.00%
现金流量表					净利率(%)	34.81%	35.83%	36.75%	37.24%
单位:百万元					ROE(%)	23.83%	24.40%	24.48%	24.48%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC(%)	154.20%	127.56%	81.16%	95.33%
经营活动现金流	14,698	20,465	30,491	32,086	偿债能力				
净利润	20,913	24,091	28,489	33,487	资产负债率(%)	22.95%	23.24%	22.62%	21.08%
折旧摊销	511	400	399	397	净负债比率(%)	-43.20%	-52.93%	-57.38%	-59.77%
财务费用	0	(1,118)	(1,367)	(1,670)	流动比率	3.96	4.01	4.16	4.50
投资损失	(94)	(50)	(50)	(50)	速动比率	3.44	3.42	3.64	4.00
营运资金变动	5,633	(4,060)	1,662	(1,679)	营运能力				
其他经营现金流	(12,266)	1,202	1,357	1,600	总资产周转率	0.52	0.54	0.53	0.53
投资活动现金流	(1,722)	636	(65)	(69)	应收账款周转率	651.58	512.19	393.48	499.42
资本支出	0	0	0	0	应付账款周转率	17.26	17.42	17.21	18.03
长期投资	(828)	586	(115)	(119)	每股指标 (元)				
其他投资现金流	(894)	50	50	50					



筹资活动现金流	(9,213)	(8,391)	(10,047)	(11,985)	每股收益(最新摊薄)	5.14	6.21	7.34	8.63
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.79	5.27	7.86	8.27
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	22.08	25.84	30.24	35.35
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	56.3	46.6	39.4	33.6
其他筹资现金流	(9,213)	(8,391)	(10,047)	(11,985)	P/B	13.1	11.2	9.6	8.2
现金净增加额	3,763	12,711	20,379	20,032	EV/EBITDA	39.79	32.40	27.05	22.72

分析师承诺：

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，本人承诺，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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层

电话：010-83496336

