

五粮液 (000858)

业绩预期稳稳落地，高端形象奠定广阔空间

事件：2020 年实现营收 573.21 亿元，同比增长 14.37%，归母净利润 199.55 亿元，同比增长 14.67%，经营性现金流净额 146.98 亿元。2021Q1 实现营收 243.25 亿元，同比增长 20.19%，归母净利润 93.24 亿元，同比增长 21.02%，经营性现金流净额 55.05 亿元，上年同期为-12.02 亿元。营收及利润表现符合预期。

产品体系持续升级，营业收入稳步增长。2020 年，五粮液营业收入中酒类收入 524.34 亿元，营业收入中酒类收入 524.34 亿元，更高价的五粮液产品收入 440.6 元，占酒类收入的 84%，系列酒产品 83.7 亿元，占酒类收入的 16%。

渠道优化持续，团购贡献盈利新增量。2020 年公司毛利率 74.16%，同比减少 0.3pct，净利率 36.48%，同比上升 0.11pct，高价位酒（五粮液产品）毛利率达到 84.95%。销售费用率降低 0.21pct 至 9.73%，管理费用率减少 0.77pct 下降至 4.78%。费用主要投放于渠道的拓展和改革，用于品牌宣传和终端市场投入。我们分析公司费用率的降低主要系费用投放效率的提升，公司前期渠道建设成效逐渐显现，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。这一系列渠道分级模式合理分配了产量，持续优化渠道效率。

强大品牌实力奠基，千元价格带扩容带来发展新机遇。公司作为三大高端白酒之一，以优质品牌实力为基础，公司渠道控量、团购业务拓展、数字酒证平台搭建等措施不断优化渠道效率。千元价格带产品市场规模持续扩容，普五批价持续上升，超高端“501 五粮液”创新赋能结构升级。我们看好公司“二次创业”带来的新气象，厚积方能薄发。随着机制的持续变革，以及内部的优化，公司有望实现稳健发展。

投资建议：公司 2020 年及 2020Q1 业绩符合预期，我们认为公司 2021 年在高端酒持续景气的背景下，出厂价或有提升可能性，团购价上调或逐步落地，对营收及利润均有一定贡献，故上调盈利预测。预计 2021-2023 年营收为 689.45/823.29/978.81 亿元，同比增长 20.28%/19.41%/18.89%（2021-2022 年营收前值为 675.02/791.10 亿元）；预计 2021-2023 年实现归母净利润 249.48/306.38/372.21 亿元，同比增长 25.02%/22.81%/21.49%（2021-2022 年前值为 239.65/284.05 亿元）。对应 EPS 为 6.43、7.89、9.59 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：高端酒有效需求不足，高端酒终端价格管控不力造成品牌损伤，渠道改革失利导致渠道库存积压带来价格崩盘，高端产品营销不及预期对提价造成阻碍，产能严重不足影响正常供货。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,118.11	57,321.06	68,944.81	82,328.66	97,881.37
增长率(%)	25.20	14.37	20.28	19.41	18.89
EBITDA(百万元)	23,223.74	26,799.17	33,516.28	40,984.11	49,639.54
净利润(百万元)	17,402.16	19,954.81	24,947.48	30,637.54	37,220.88
增长率(%)	30.02	14.67	25.02	22.81	21.49
EPS(元/股)	4.48	5.14	6.43	7.89	9.59
市盈率(P/E)	61.66	53.77	43.01	35.02	28.83
市净率(P/B)	14.44	12.52	10.47	8.60	6.94
市销率(P/S)	21.41	18.72	15.56	13.03	10.96
EV/EBITDA	19.53	39.73	29.43	23.70	18.93

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	285 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股股本(百万股)	3,795.81
A 股总市值(百万元)	1,106,258.28
流通 A 股市值(百万元)	1,081,806.18
每股净资产(元)	24.48
资产负债率(%)	18.87
一年内最高/最低(元)	357.19/133.98

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
张东雪	联系人
zhangdongxue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《五粮液-公司深度研究:再论五粮液，雄起路上的穷追不舍和星空仰望》 2021-03-19
- 2 《五粮液-公司点评:2020 平稳收官，产品渠道持续优化》 2021-01-09
- 3 《五粮液-季报点评:环比改善盈利稳定，持续优化产品结构渠道建设》 2020-10-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	63,238.83	68,209.58	88,656.72	104,837.82	138,157.41
应收票据及应收账款	14,777.60	18,609.92	24,831.46	20,866.87	33,464.34
预付账款	231.91	247.26	360.60	317.36	461.24
存货	13,679.62	13,228.27	20,294.39	17,564.20	27,189.36
其他	4,698.81	2,060.64	4,140.74	2,829.70	4,616.97
流动资产合计	96,626.76	102,355.67	138,283.91	146,415.96	203,889.32
长期股权投资	1,021.78	1,849.98	1,849.98	1,849.98	1,849.98
固定资产	6,108.75	5,866.88	6,147.44	6,193.16	6,084.97
在建工程	812.43	1,482.10	925.26	603.16	391.89
无形资产	410.16	433.61	405.27	376.92	348.58
其他	1,417.10	1,904.90	1,411.72	1,496.27	1,536.65
非流动资产合计	9,770.21	11,537.47	10,739.66	10,519.49	10,212.08
资产总计	106,396.97	113,893.14	149,023.58	156,935.44	214,101.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,677.16	4,146.50	5,977.55	5,092.18	7,709.73
其他	26,357.44	21,732.43	37,057.02	22,111.38	45,107.20
流动负债合计	30,034.60	25,878.94	43,034.57	27,203.56	52,816.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	266.33	255.95	263.10	261.79	260.28
非流动负债合计	266.33	255.95	263.10	261.79	260.28
负债合计	30,300.92	26,134.89	43,297.66	27,465.35	53,077.21
少数股东权益	1,805.35	2,052.27	3,253.07	4,719.97	6,507.16
股本	3,881.61	3,881.61	3,881.61	3,881.61	3,881.61
资本公积	2,682.65	2,682.65	2,682.65	2,682.65	2,682.65
留存收益	70,409.09	81,824.36	98,591.24	120,868.51	150,635.42
其他	(2,682.65)	(2,682.65)	(2,682.65)	(2,682.65)	(2,682.65)
股东权益合计	76,096.05	87,758.25	105,725.91	129,470.09	161,024.18
负债和股东权益总计	106,396.97	113,893.14	149,023.58	156,935.44	214,101.40

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	18,228.26	20,913.34	24,947.48	30,637.54	37,220.88
折旧摊销	489.70	511.46	364.62	384.73	397.79
财务费用	(0.06)	0.13	(1,595.95)	(2,022.72)	(2,525.85)
投资损失	(92.50)	(93.50)	(95.62)	(95.62)	(95.62)
营运资金变动	4,600.19	2,017.09	2,174.85	(7,867.80)	1,417.71
其它	(113.51)	(8,650.19)	1,200.79	1,466.91	1,787.19
经营活动现金流	23,112.07	14,698.33	26,996.18	22,503.03	38,202.09
资本支出	1,845.15	1,753.08	52.86	81.30	51.51
长期投资	102.30	828.20	0.00	0.00	0.00
其他	(3,563.86)	(4,303.29)	(17.23)	(65.68)	(5.89)
投资活动现金流	(1,616.40)	(1,722.02)	35.62	15.62	45.62
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,430.75	1,485.52	1,595.95	2,022.72	2,525.85
其他	(8,682.39)	(10,698.74)	(8,180.61)	(8,360.27)	(7,453.98)
筹资活动现金流	(7,251.65)	(9,213.22)	(6,584.66)	(6,337.55)	(4,928.12)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	14,244.02	3,763.09	20,447.14	16,181.10	33,319.59

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	50,118.11	57,321.06	68,944.81	82,328.66	97,881.37
营业成本	12,802.26	14,811.96	16,936.09	19,629.80	22,726.59
营业税金及附加	6,984.34	8,092.35	9,839.22	11,615.07	13,865.52
营业费用	4,985.58	5,578.92	5,982.70	7,179.23	8,615.08
管理费用	2,655.35	2,609.53	2,973.99	3,211.91	3,308.27
研发费用	126.36	131.32	158.86	195.29	227.32
财务费用	(1,430.75)	(1,485.52)	(1,595.95)	(2,022.72)	(2,525.85)
资产减值损失	(3.02)	(14.11)	(2.08)	(6.41)	(7.53)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	92.50	93.50	95.62	95.62	95.62
其他	(340.32)	(323.31)	(191.25)	(191.25)	(191.25)
营业利润	24,245.80	27,826.42	34,747.61	42,622.11	51,767.61
营业外收入	29.89	40.66	38.12	36.22	38.33
营业外支出	169.68	188.64	171.23	176.52	178.79
利润总额	24,106.01	27,678.45	34,614.50	42,481.81	51,627.15
所得税	5,877.76	6,765.11	8,466.22	10,377.36	12,619.08
净利润	18,228.26	20,913.34	26,148.28	32,104.45	39,008.07
少数股东损益	826.09	958.53	1,200.79	1,466.91	1,787.19
归属于母公司净利润	17,402.16	19,954.81	24,947.48	30,637.54	37,220.88
每股收益（元）	4.48	5.14	6.43	7.89	9.59

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	25.20%	14.37%	20.28%	19.41%	18.89%
营业利润	29.53%	14.77%	24.87%	22.66%	21.46%
归属于母公司净利润	30.02%	14.67%	25.02%	22.81%	21.49%
获利能力					
毛利率	74.46%	74.16%	75.44%	76.16%	76.78%
净利率	34.72%	34.81%	36.18%	37.21%	38.03%
ROE	23.42%	23.28%	24.35%	24.56%	24.09%
ROIC	114.08%	173.95%	141.93%	195.94%	160.80%
偿债能力					
资产负债率	28.48%	22.95%	29.05%	17.50%	24.79%
净负债率	-83.10%	-77.72%	-83.86%	-80.97%	-85.80%
流动比率	3.22	3.96	3.21	5.38	3.86
速动比率	2.76	3.44	2.74	4.74	3.35
营运能力					
应收账款周转率	3.23	3.43	3.17	3.60	3.60
存货周转率	3.93	4.26	4.11	4.35	4.37
总资产周转率	0.52	0.52	0.52	0.54	0.53
每股指标（元）					
每股收益	4.48	5.14	6.43	7.89	9.59
每股经营现金流	5.95	3.79	6.95	5.80	9.84
每股净资产	19.14	22.08	26.40	32.14	39.81
估值比率					
市盈率	61.66	53.77	43.01	35.02	28.83
市净率	14.44	12.52	10.47	8.60	6.94
EV/EBITDA	19.53	39.73	29.43	23.70	18.93
EV/EBIT	19.90	40.43	29.75	23.93	19.09

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com