



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

五粮液 (000858): 持续稳增长, 未来高质量发展可期

2021年4月29日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

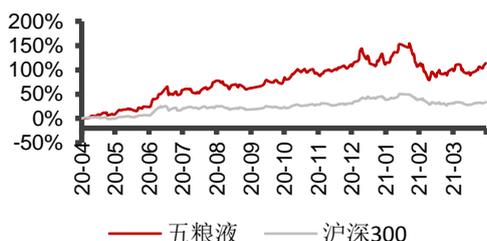
公司评级

当前价格(元):	254.08
上次评级:	推荐
本次评级:	推荐

公司基本数据

总股本(亿股):	38.82
流通股本(亿股):	37.96
流通A股市值(亿元):	9645
每股净资产(元):	24.48
资产负债率(%):	18.87

五粮液与沪深300涨跌幅走势图



资料来源: Wind

相关报告

- 1、贵州茅台(600519): 2020年圆满完成目标, 稀缺性带动后续成长 20210402
- 2、海天味业(603288): 疫情下稳定成长, 2021年积极目标有望达成 20210401
- 3、疫情反复下关注确定性及其同比改善 20210207

内容摘要:

五粮液发布2020年报及2021年一季报, 公司2020年实现营业收入573.21亿元, 同增14.37%, 归母净利润199.55亿元, 同增14.67%。2021年一季度, 公司实现营业收入243.25亿元, 同增20.19%, 归母净利润93.24亿元, 同增21.02%。

疫情下五粮液量价齐升, 直营占比大幅提升。2020年, 疫情下公司顺利完成收入、利润双位数增长的年初制定目标。分产品看, 五粮液产品实现营收440.61亿元, 同比增长13.92%, 系列酒实现收入83.73亿元, 同比增长9.81%。疫情期间高端白酒景气度维持高位, 五粮液出厂价、终端价均不断上行; 系列酒销量下滑主要由于公司清理清退12个品牌所致, 但产品结构显著提升。营销渠道上, 直销模式(团购、线上销售)收入大幅提升140%, 公司2020年大力发展团购效果显现, 营销效率及对渠道掌控能力均有所提升。2021年, 2021年一季度, 公司营收增速达20.19%, 实现开门红, 我们认为一方面由于春节错位且疫情向好, 高端市场保持高景气度, 另一方面由于茅台拆箱销售, 五粮液承接部分外溢需求。

盈利能力稳健提升。2020年, 公司酒类产品毛利率为80.28%, 可比口径下提升1.1个百分点, 主因提价效应及产品结构升级所致。毛利率提升、费用率维持稳定, 净利润率达34.81%, 同比小幅提升0.1个百分点。2021年一季度, 由于产品结构升级、出厂价格上涨及费效比提升, 公司净利率增长0.39个百分点至40.22%, 盈利能力稳健提升。

投资建议: 公司为浓香型白酒龙头, 在1000元市场具有明显优势。预计在稳固的渠道力及第八代五粮液消费基础上, 经典五粮液有望为打开超高端市场, 进一步提升五粮液品牌价值, 带动公司中长期成长。我们预计公司2021-23年EPS分别为6.29、7.25、8.33元。公司2021年4月29日PEttm为52.1倍, 处于历史较高水平, 但考虑未来高端化及深化改革带来的成长空间可给予一定估值溢价, 目前估值具有一定合理性, 维持“推荐”评级。

风险提示: 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。

事件：五粮液发布2020年报及2021年一季报，公司2020年实现营业收入573.21亿元，同增14.37%，归母净利润199.55亿元，同增14.67%。2021年一季度，公司实现营业收入243.25亿元，同增20.19%，归母净利润93.24亿元，同增21.02%。

疫情下五粮液量价齐升，直营占比大幅提升。疫情下公司顺利完成收入、利润双位数增长的年初制定目标，略高于前期业绩指引，其中2020年四季度收入、归母净利润分别为148.28亿元、54.09亿元，分别同比增长13.92%、11.34%，由于春节错位，单季度业绩增速略慢于全年。分产品看，五粮液产品实现营收440.61亿元，同比增长13.92%，系列酒实现收入83.73亿元，同比增长9.81%。量价拆分来看，2020年，公司酒类销售量小幅下滑3%，吨价提升16.75%，其中五粮液产品销量同比增长5.28%、吨价同比上涨5.5%，持续量价齐升，系列酒产品销量同比下滑4.6%，吨价则同比大幅上涨32.36%。疫情期间高端白酒景气度维持高位，五粮液出厂价、终端价均不断上行；系列酒销量下滑主要由于公司持续推进品牌矩阵重塑，清理清退12个品牌所致，但通过产品体系梳理，系列酒产品结构显著提升。

营销渠道上，2020年经销商模式收入达453.80亿元，同比提升4.65%，占总收入的86.55%，较2019年下滑7.1个百分点，而直销模式（团购、线上销售）收入大幅提升140%，公司2020年大力发展团购效果显现，营销效率及对渠道掌控能力均有所提升。

2021年一季度实现开门红。2021年一季度，公司营收增速达20.19%，实现开门红，我们认为一方面由于春节错位且疫情向好，高端市场保持高景气度，另一方面由于茅台拆箱销售，五粮液承接部分外溢需求。高需求叠加控盘分利及团购的推进，使第八代五粮液终端价格基本站稳千元。

盈利能力稳健提升。2020年公司酒类产品毛利率为80.28%，可比口径下（按新收入准则对2019年财务数据进行调整）提升1.1个百分点，主因提价效应及产品结构升级所致。费用方面，全年公司销售、管理、财务及研发费用率分别为10.64%、4.98%、-2.83%、0.25%，分别同比变化为0.64（可比口径下）、-0.76、0.26、-0.02个百分点，费用率维持稳定。全年公司净利润达34.81%，同比小幅提升0.1个百分点。

2021年一季度，公司销售毛利率达74.16%，同比小幅下降0.1个百分点，销售费用率7.09%，同比下降1.5个百分点，管理费用率3.91%，同比增长

0.4个百分点。由于产品结构升级、出厂价格上涨及费效比提升，公司净利率增长0.39个百分点至40.22%，盈利能力稳健提升。

2021年目标稳增长，高端化及改革深化带动成长。2021年，公司力争实现营业总收入两位数增长，目标稳增长。公司的重点工作包括推动高质量发展和深化改革、实施创新驱动战略及抓好重大项目建设。品牌产量方面，随着第八代五粮液批价站稳千元及经典五粮液正式上市，五粮液品牌将开启超高端化进程，系列酒则继续向规模化、大单品的方向梳理产品线，从而逐步掌握渠道价值链分配的主动权。市场营销方面，公司将以构建经典五粮液营销服务体系为契机，抢占超高端市场份额，从而实现新一轮五粮液营销高质量发展。此外，公司将继续开发团购渠道、巩固传统渠道并提升渠道盈利水平，从而提高渠道的营销效率及执行力。创新方面，公司将进一步深化数字化转型，加快推进营销数字化二期项目落地和ERP项目上线运行，整体运营效率有望进一步提升。

投资建议：公司为浓香型白酒龙头，在1000元市场具有明显优势。预计在稳固的渠道力及第八代五粮液消费基础上，经典五粮液有望为打开超高端市场，进一步提升五粮液品牌价值，带动公司中长期成长。我们预计公司2021-23年EPS分别为6.29、7.25、8.33元。公司2021年4月29日PEttm为52.1倍，处于历史较高水平，但考虑未来高端化及深化改革带来的成长空间可给予一定估值溢价，目前估值具有一定合理性，维持“推荐”评级。

表 1：重点指标预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	57321.06	67690.82	78120.89	90031.00
增长率	14.37%	18.09%	15.41%	15.25%
归母净利（百万元）	19954.81	24401.91	28144.56	32328.92
增长率	14.67%	22.29%	15.34%	14.87%
每股收益（元）	5.14	6.29	7.25	8.33
PE（倍）	56.77	46.05	39.93	34.76

资料来源：携宁、Wind，国开证券研究与发展部

注：收盘价格日期为2021年4月29日，2021-2023年业绩为作者预测值。

风险提示：内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等

导致业绩增长低于预期；国内外二级市场系统性风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；其他黑天鹅事件。

表2: 盈利预测

报表预测		单位: 百万元			
资产负债表					
	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	68210	83724	98259	115677	
存货	13228	14897	17109	19361	
预付账款	247	268	303	343	
流动资产合计	102356	121424	142031	165451	
固定资产合计	5867	6152	6526	6991	
资产总计	113893	133666	155067	179372	
应付票据及应付账款	4147	4232	4937	5698	
应付职工薪酬	3630	4098	4996	5653	
应交税费	5542	8123	9375	10804	
流动负债合计	25879	31439	36483	42050	
负债合计	26135	31695	36739	42305	
归属于母公司的所有者权益	85706	98743	113712	130855	
少数股东权益	2052	3229	4617	6211	
股东权益	87758	101971	118329	137067	
负债及股东权益	113893	133666	155067	179372	
现金流量表					
	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流净额	14698	27986	28897	33868	
投资活动现金流净额	-1722	-572	-562	-550	
筹资活动现金流净额	-9213	-11900	-13800	-15900	
现金净流量	3763	15514	14535	17418	

利润表		单位: 百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	57321	67691	78121	90031	
同比增速	14%	18%	15%	15%	
营业成本	14812	15760	17842	20191	
毛利	42509	51931	60279	69840	
毛利率	74%	77%	77%	78%	
税金及附加	8092	9477	10937	12604	
税金及附加/营业收入	14%	14%	14%	14%	
销售费用	5579	7108	8593	10354	
销售费用率	10%	11%	11%	12%	
管理费用	2610	3114	3437	3871	
管理费用率	5%	5%	4%	4%	
研发费用	131	156	187	225	
研发费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	
财务费用	-1486	-1671	-1820	-1925	
财务费用率	-3%	-2%	-2%	-2%	
营业利润	27826	34019	39256	45072	
营业利润/营业收入	49%	50%	50%	50%	
利润总额	27678	33879	39116	44932	
利润总额/营业收入	48%	50%	50%	50%	
所得税费用	6765	8300	9583	11008	
归母净利润	19955	24402	28145	32329	
同比增速	15%	22%	15%	15%	

基本指标		2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)		5.14	6.29	7.25	8.33
BVPS (元)		22.08	25.44	29.29	33.71
PE (倍)		56.77	46.05	39.93	34.76
PEG		3.87	2.07	2.60	2.34
PB (倍)		13.22	11.38	9.88	8.59
EV/EBITDA		40.01	32.09	27.38	23.38
ROE		23%	25%	25%	25%

数据来源: 携宁、wind, 国开证券研究与发展部

注: 收盘价格日期为2021年4月29日, 2021-2023年业绩为作者预测值。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层