

主力产品量价齐升 经营质量明显改善

——五粮液（000858）2020 年年报及 2021 年一季报点评

分析师： 刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2021 年 05 月 10 日

食品饮料——白酒

证券分析师

刘瑀

022-23861670

liuyu@bhzq.com

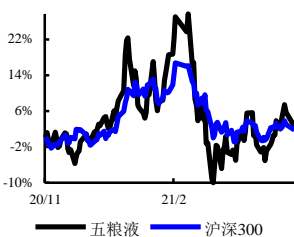
评级： 增持

上次评级： 增持

目标价格：

最新收盘价： 264.00

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 公司业绩符合预期

公司于近日发布 2020 年年度报告及 2021 年第一季度报告。2020 年公司实现营业收入 573.21 亿元，同比增长 14.37%；实现扣非后归母净利润 199.95 亿元，同比增长 14.87%，符合市场预期。其中，2020Q4 实现营业收入 148.28 亿元，同比增长 13.92%；实现扣非后归母净利润 54.12 亿元，同比增长 12.76%。2021 年第一季度，公司实现营业收入 243.25 亿元，同比增长 20.19%；实现扣非后归母净利润 93.18 亿元，同比增长 20.58%，基本符合预期。

● 主品牌量价齐升，系列酒持续优化

从营收构成看，2020 年五粮液产品/系列酒产品分别实现营业收入 440.61/83.73 亿元，分别同比增长 13.92%/9.81%。从销售量来看，五粮液产品/系列酒产品销量分别同比变动 5.28%/-4.60%，五粮液产品的量价齐升主要受益于高端白酒的持续扩容，而系列酒产品销量下滑主要与公司进一步完善产品体系清理清退部分品牌有关。从销售渠道看，经销模式/直销模式分别实现营业收入 453.80/70.54 亿元，分别同比增长 4.65%/140.15%，直销模式高增或与团购有关。2020Q4/2021Q1 公司营业收入分别同比增长 13.92%/20.58%，业绩增速环比提速，疫情防控得当促使高端消费再上台阶。

● 经营质量明显改善

2020 年，公司销售毛利率/净利率分别为 74.16%/36.48%，同比变动 -0.30pct/0.11pct。2021Q1，公司销售毛利率/净利率分别为 76.43%/40.22%，同比变动 -0.10pct/0.39pct，均属正常波动。2021Q1，公司销售费用率为 7.09%，同比变动 -1.45pct，销售费用率的下降主要与运输费调至营业成本有关。此外，2021Q1 公司销售回款同比增长 66.04%；现金流量净额 55.05 亿元，去年同期仅为 -12.02 亿元，整体来看公司经营质量明显改善。

● 投资建议

我们认为，公司二次创业以来，围绕过去经营当中产品、品牌以及营销渠道所出现的问题，统筹规划各个击破。目前，公司产品结构、产品价格、销售渠道均已理顺。在方向正确的前提之下，正反馈会不断加强，确保公司充分受益于高端白酒市场的扩容，实现高质量可持续发展。综上，我们长期看好公司发展，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 6.21/7.36/8.50 元，给予公司“增持”的投资评级。

● 风险提示

疫情出现反复，食品安全风险，宏观经济下行。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	50,118	57,321	66,844	76,871	88,863
(+/-)%	25.2%	14.4%	16.6%	15.0%	15.6%
经营利润 (EBIT)	22,564	26,097	31,113	36,559	41,888
(+/-)%	29.4%	15.7%	19.2%	17.5%	14.6%
归母净利润	17,402	19,955	24,123	28,579	33,011
(+/-)%	30.0%	14.7%	20.9%	18.5%	15.5%
每股收益 (元)	4.48	5.14	6.21	7.36	8.50

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	63,239	68,210	93,906	122,912	155,268	营业收入	50,118	57,321	66,844	76,871	88,863
应收账款及票据	14,778	18,610	21,947	24,716	28,819	营业成本	12,802	14,812	16,176	17,988	21,149
预付账款	232	247	289	315	370	营业税金及附加	6,984	8,092	9,468	10,847	12,556
其他应收款	1,249	36	819	806	838	销售费用	4,986	5,579	6,578	7,523	8,720
存货	13,680	13,228	16,018	17,464	20,395	管理费用	2,655	2,610	3,353	3,774	4,341
其他流动资产	0	0	0	0	0	研发费用	126	131	156	181	208
流动资产合计	96,627	102,356	135,002	168,238	207,715	财务费用	-1,431	-1,486	-2,026	-2,710	-3,477
长期股权投资	1,022	1,850	1,850	1,850	1,850	资产减值损失	-3	-14	0	0	0
固定资产合计	6,109	5,867	6,234	6,773	7,487	信用减值损失	-1	1	0	0	0
无形资产	410	434	431	440	447	其他收益	160	162	195	226	259
商誉	2	2	2	2	2	投资收益	93	94	124	137	158
长期待摊费用	92	123	123	123	123	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	165	293	293	293	293	资产处置收益	3	1	0	0	0
资产总计	106,397	113,893	147,451	181,810	222,587	营业利润	24,246	27,826	33,458	39,631	45,782
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	-140	-148	0	0	0
应付票据及账款	3,677	4,147	4,730	5,169	6,087	利润总额	24,106	27,678	33,458	39,631	45,782
预收账款	12,531	8,642	7,451	7,499	7,642	所得税费用	5,878	6,765	8,177	9,682	11,187
应付职工薪酬	3,595	3,630	4,208	4,651	5,432	净利润	18,228	20,913	25,281	29,949	34,595
应交税费	7,939	5,542	8,175	9,208	10,377	归属于母公司所有者的净利润	17,402	19,955	24,123	28,579	33,011
其他流动负债	0	1,117	1,117	1,117	1,117	少数股东损益	826	959	1,158	1,369	1,583
长期借款	0	1,117	1,117	1,117	1,117	基本每股收益	4.48	5.14	6.21	7.36	8.50
预计负债	0	0	0	0	0	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	30,301	26,135	33,803	37,432	42,661	营收增长率	25.2%	14.4%	16.6%	15.0%	15.6%
股东权益	76,096	87,758	113,648	144,377	179,927	EBIT 增长率	29.4%	15.7%	19.2%	17.5%	14.6%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润增长率	30.0%	14.7%	20.9%	18.5%	15.5%
净利润	18,228	20,913	25,281	29,949	34,595	销售毛利率	74.5%	74.2%	75.8%	76.6%	76.2%
折旧与摊销	490	511	355	346	348	销售净利率	36.4%	36.5%	37.8%	39.0%	38.9%
经营活动现金流净额	23,112	14,698	26,230	29,559	32,892	ROE	23.4%	23.3%	21.8%	20.4%	19.0%
投资活动现金流净额	-1,616	-1,722	-534	-552	-536	ROIC	22.4%	22.5%	20.7%	19.1%	17.6%
筹资活动现金流净额	-7,252	-9,213	0	0	0	资产负债率	28.5%	22.9%	22.9%	20.6%	19.2%
现金净变动	14,244	3,763	25,696	29,007	32,355	PE	29.67	56.77	43.78	36.96	31.99
期初现金余额	48,889	63,204	68,210	93,906	122,912	PB	6.95	13.22	9.56	7.56	6.08
期末现金余额	63,139	66,967	93,906	122,912	155,268	EV/EBITDA	19.65	40.01	30.58	25.29	21.33

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn