

五粮液 (000858.SZ)

各系列量价齐升，直营占比明显提高

2021年08月30日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

逢晓娟 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060002

日期	2021/8/27
当前股价(元)	205.68
一年最高最低(元)	357.19/204.00
总市值(亿元)	7,983.69
流通市值(亿元)	7,983.49
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	38.82
近3个月换手率(%)	39.44

● 公司经营势头持续向好，长期发展潜力显现，维持“买入”评级

2021H1 实现营收 367.5 亿，同比+19.5%，归母净利润 132.0 亿，同比+21.6%；Q2 实现营收 124.3 亿，同比+18%，归母净利润 38.8 亿，同比+23%。由于收入好于预期，上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 245.8(+5.2)亿元、300.4(+22.8)亿元、366.8(+37.9)亿元，EPS 分别为 6.33 (+0.13) 元、7.74 (+0.49) 元、9.45 (+0.98) 元，同比增长 23.2%、22.2%、22.1%，当前股价对应 PE 分别为 32.5、26.6、21.8 倍，第八代五粮液动销顺畅，经典五粮液按计划完成导入，系列酒发展势头持续向好，公司业绩确定性强，维持“买入”评级。

● 系列酒增长提速，五粮液酒量价齐升；直销占比提升，渠道改革成效显著

上半年酒类收入 341 亿，同比+21.1%，其中系列酒收入 69.6 亿，同比高增 38.6%，主要系公司大力推动系列酒产品品牌升级，其中量、价分别+29.5%、+7.1%。五粮液酒收入 271.4 亿，同比增长 17.3%，量、价分别+7.2%、+9.4%，价格增长更快一方面是直销占比提升，另一方面是经典五粮液放量。2021H1 公司直销渠道实现 69.3 亿，占五粮液酒比重 25.6%，较 2020 年提升 9.6pct。预计 2022 年占比将进一步提升。

● 预收款大增，现金流量表现良好

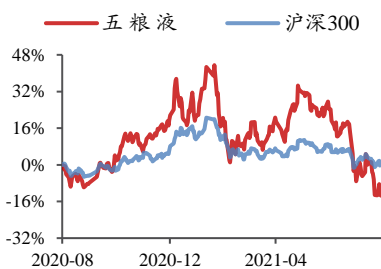
二季度末预收账款 63.3 亿元，环比一季度末提升 13.4 亿元，正常节奏应该是下降的，逆势上升首先表明渠道回款积极性高，第二也与系列酒改革有关。Q2 销售收现 124.3 亿元，同比+18%，与收入保持一致。

● Q2 毛利率提升，期间费用保持稳定，净利率提升

由于直销占比提升以及经典五粮液推出，Q2 毛利率提升 1.35pct 提升至 72.1%，销售费用率提升 0.9pct 至 14.7%，主要原因是二季度开始公司加大了对经典五粮液的市场投入。营业税金比率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 14.0%、4.7%、-3.2%、0.3%，较 2020Q2 基本无变化。净利率提升 1.3pct 至 31.2%。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-一季度如期实现开门红，改革红利持续释放》-2021.4.28

《公司信息更新报告-改革措施逐步落地，看好公司增长潜力》-2020.10.30

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,118	57,321	67,115	78,626	91,044
YOY(%)	25.2	14.4	17.1	17.2	15.8
归母净利润(百万元)	17,402	19,955	24,582	30,042	36,680
YOY(%)	30.0	14.7	23.2	22.2	22.1
毛利率(%)	74.5	74.2	76.5	78.4	79.9
净利率(%)	34.7	34.8	36.6	38.2	40.3
ROE(%)	24.0	23.8	24.9	24.5	24.1
EPS(摊薄/元)	4.48	5.14	6.33	7.74	9.45
P/E(倍)	45.9	40.0	32.5	26.6	21.8
P/B(倍)	10.7	9.3	8.0	6.5	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	96627	102356	129329	141024	183434
现金	63239	68210	89594	97583	133742
应收票据及应收账款	14778	18610	20482	25314	27716
其他应收款	1249	36	1468	294	1747
预付账款	232	247	314	343	418
存货	13680	13228	15446	15464	17788
其他流动资产	3450	2024	2024	2024	2024
非流动资产	9770	11537	13508	15472	17412
长期投资	1022	1850	2767	3689	4609
固定资产	6109	5867	7170	8404	9509
无形资产	410	434	420	410	401
其他非流动资产	2230	3387	3151	2969	2893
资产总计	106397	113893	142838	156496	200846
流动负债	30035	25879	39080	27996	41297
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3677	4147	4191	4797	4872
其他流动负债	26357	21732	34890	23199	36425
非流动负债	266	256	256	256	256
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	266	256	256	256	256
负债合计	30301	26135	39336	28251	41553
少数股东权益	1805	2052	3228	4668	6424
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	67726	79142	92024	107793	127130
归属母公司股东权益	74291	85706	100273	123577	152869
负债和股东权益	106397	113893	142838	156496	200846

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	23112	14698	30144	12923	40888
净利润	18228	20913	25758	31481	38436
折旧摊销	490	511	572	706	784
财务费用	-1431	-1486	-3709	-4380	-5291
投资损失	-93	-94	-89	-94	-92
营运资金变动	4767	-6315	7613	-14791	7051
其他经营现金流	1150	1168	0	0	0
投资活动现金流	-1616	-1722	-2454	-2576	-2632
资本支出	1699	994	1054	1041	1019
长期投资	-10	-735	-917	-920	-920
其他投资现金流	72	-1463	-2317	-2455	-2533
筹资活动现金流	-7252	-9213	-6305	-2358	-2097
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-7252	-9213	-6305	-2358	-2097
现金净增加额	14244	3763	21385	7988	36159

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	50118	57321	67115	78626	91044
营业成本	12802	14812	15784	17015	18304
营业税金及附加	6984	8092	9396	11008	12109
营业费用	4986	5579	8054	9435	10925
管理费用	2655	2610	3222	3381	3642
研发费用	126	131	168	197	228
财务费用	-1431	-1486	-3709	-4380	-5291
资产减值损失	-3	-14	0	0	0
其他收益	160	162	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	93	94	89	94	92
资产处置收益	3	1	0	0	0
营业利润	24246	27826	34290	42065	51220
营业外收入	30	41	50	50	50
营业外支出	170	189	250	450	400
利润总额	24106	27678	34090	41665	50870
所得税	5878	6765	8332	10184	12433
净利润	18228	20913	25758	31481	38436
少数股东损益	826	959	1176	1439	1757
归母净利润	17402	19955	24582	30042	36680
EBITDA	22699	26144	32295	39564	48184
EPS(元)	4.48	5.14	6.33	7.74	9.45

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	25.2	14.4	17.1	17.2	15.8
营业利润(%)	29.5	14.8	23.2	22.7	21.8
归属于母公司净利润(%)	30.0	14.7	23.2	22.2	22.1
获利能力					
毛利率(%)	74.5	74.2	76.5	78.4	79.9
净利率(%)	34.7	34.8	36.6	38.2	40.3
ROE(%)	24.0	23.8	24.9	24.5	24.1
ROIC(%)	22.5	22.5	23.8	23.7	23.4
偿债能力					
资产负债率(%)	28.5	22.9	27.5	18.1	20.7
净负债比率(%)	-82.8	-77.4	-86.3	-75.9	-83.8
流动比率	3.2	4.0	3.3	5.0	4.4
速动比率	2.6	3.4	2.9	4.4	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.2	3.4	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.48	5.14	6.33	7.74	9.45
每股经营现金流(最新摊薄)	5.95	3.79	7.77	3.33	10.53
每股净资产(最新摊薄)	19.14	22.08	25.83	31.84	39.38
估值比率					
P/E	45.9	40.0	32.5	26.6	21.8
P/B	10.7	9.3	8.0	6.5	5.2
EV/EBITDA	32.5	28.0	22.1	17.8	13.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn