

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

五粮液(000858)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

五粮液(000858): 秉持理性
与自信, 巩固千元价格带
2021.07.26

五粮液(000858): 复盘
2020, 深化改革, 价值回归
2021.03.14

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

高质量稳健增长, 结构性改善突出

2021年08月30日

事件: 公司 21H1 实现营业收入 367.52 亿元, 同比增长 19.45%; 实现归母净利润 132 亿元, 同比增长 21.74%; 其中, 21Q2 实现营业收入 124.27 亿, 同比增长 18.02%, 归母净利润 38.76 亿, 同比增长 23.01%。

- **营收利润增长稳健, 盈利能力不断增强。** 上半年公司业绩符合预期, 淡季增加保持稳健。21H1 公司销售回款 360.85 亿, 同比增长 26.11%, 预收货款 63.28 亿, 同比增长 74.85%, 经销商对公司发展战略认可度高, 渠道利润改善增强渠道推力, 经销商回款积极。上半年公司毛利率为 74.96%, 同比增加 0.42pct, 其中 Q2 毛利率同比增加 1.36pct, 主要系公司二季度起鼓励经销商按 999 元的计划外价格打款; 净利率为 37.67%, 同比增加 0.71pct, 费率略有下降。21H1 公司税金及附加占比为 13.83%, 同比增加 0.32pct; 销售费用率为 9.67%, 同比减少 0.68pct, 其中形象宣传费同比下降 0.1%, 仓储物流费同比增长 43.85%, 主要系公司提高配送速度, 加大分仓投入; 管理费用率为 4.17%, 同比减少 0.03pct, 整体费用率呈下降趋势。
- **五粮液价量齐升, 系列酒复苏起势。** 上半年, 五粮液收入 271.38 亿, 同比增长 17.27%, 销售量 1.62 万吨, 吨价 167.6 万/吨, 较 2020 年增长 7%, 毛利率较 2020 年增加 1.21pct 至 86.16%, 主要系今年公司加强团购销售任务, 经销商计划外打款比例有所提升, 上半年团购销售任务过半。系列酒收入 69.64%, 同比增长 38.57%, 销售量 10.19 万吨, 吨价 8.6 万/吨, 较 2020 年增长 8.3%, 毛利率较 2020 年增加 2.31pct 至 58%。公司围绕“坚持”、“优化”、“调整”三个关键词, 坚定系列酒改革信心, 将吨酒价纳入考核指标, 引导销售片区逐步调整品牌和产品向中高价位聚焦。目前系列酒四大全国化品牌已全部换代升级, 阶段性梳理到位, 接下来将进一步实现高质量发展。
- **直销贡献突出, 南北中加速发力。** 上半年公司实现直销收入 69.35 亿, 接近去年全年完成额, 同比增长 251%, 收入占比提升至 20.3%, 同比增加 13.3pct, 主要系报告期内公司团购业务和线上业务销售明显增加。其中华北区域直销比重最大, 高达 42.38%, 西部大本营市场直销占比相对较低。从全国销售分布看, 公司主要市场在华东和西部, 但上半年南部、北部、中部收入增速表现亮眼, 分别为 73.61%、65.96%、49.31%, 弱势区域正在有效加强。
- **盈利预测与投资评级:** 自年初以来, 普五批价上涨近 40 元, 目前批价稳定在 990 元左右, 品牌力对批价支撑度强。7 月以来, 超高端产品经典五粮液进入正式布局阶段, 公司通过建立“1+N+2”商业模式, 聚焦高端圈层全面展开, 目标今年实现 2000 吨销量, 有望成功培育一款 2000 元以上的放量产品, 为公司带来新的增长点。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 6.30、7.59、9.01 元/股, 维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**宏观经济下行风险，行业竞争加剧。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	50,118	57,321	68,052	79,261	91,753
增长率 YoY %	25.2%	14.4%	18.7%	16.5%	15.8%
归属母公司净利润 (百万元)	17,402	19,955	24,468	29,468	34,966
增长率 YoY%	30.0%	14.7%	22.6%	20.4%	18.7%
毛利率%	74.5%	74.2%	74.9%	75.8%	76.3%
净资产收益率ROE%	23.4%	23.3%	25.0%	26.1%	26.8%
EPS(摊薄)(元)	4.48	5.14	6.30	7.59	9.01
市盈率 P/E(倍)	29.67	56.77	32.63	27.09	22.83
市净率 P/B(倍)	6.95	13.22	8.15	7.07	6.12

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年08月28日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	96,627	102,356	118,977	138,671	161,670	
货币资金	63,239	68,210	83,818	101,308	121,601	
应收票据	14,643	18,568	18,645	20,630	22,624	
应收账款	134	41	93	109	126	
预付账款	232	247	290	307	326	
存货	13,680	13,228	14,032	14,206	14,869	
其他	4,699	2,061	2,099	2,111	2,125	
非流动资产	9,770	11,537	11,645	11,712	11,656	
长期股权投资	1,022	1,850	1,950	2,050	2,150	
固定资产	6,109	5,867	5,645	5,426	5,205	
无形资产	410	434	434	419	404	
其他	2,230	3,387	3,617	3,817	3,897	
资产总计	106,397	113,893	130,622	150,383	173,326	
流动负债	30,035	25,879	29,169	32,641	36,332	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	419	764	702	737	773	
应付账款	3,258	3,383	3,508	3,578	3,688	
其他	26,357	21,732	24,959	28,326	31,871	
非流动负债	266	256	256	256	256	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	266	256	256	256	256	
负债合计	30,301	26,135	29,425	32,897	36,588	
少数股东权益	1,805	2,052	3,205	4,594	6,241	
归属母公司权益	74,291	85,706	97,992	112,892	130,497	
负债和股东权益	106,397	113,893	130,622	150,383	173,326	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	50,118	57,321	68,052	79,261	91,753	
同比	25.2%	14.4%	18.7%	16.5%	15.8%	
归属母公司净利润	17,402	19,955	24,468	29,468	34,966	
同比	30.0%	14.7%	22.6%	20.4%	18.7%	
毛利率(%)	74.5%	74.2%	74.9%	75.8%	76.3%	
ROE%	23.4%	23.3%	25.0%	26.1%	26.8%	
EPS(摊薄)(元)	4.48	5.14	6.30	7.59	9.01	
P/E	29.67	56.77	32.63	27.09	22.83	
P/B	6.95	13.22	8.15	7.07	6.12	
EV/EBITDA	19.65	40.01	22.04	17.91	14.69	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	50,118	57,321	68,052	79,261	91,753	
营业成本	12,80	14,812	17,072	19,204	21,709	
营业税金及	6,984	8,092	9,527	11,097	12,845	
销售费用	4,986	5,579	6,465	7,133	7,799	
管理费用	2,655	2,610	2,926	3,250	3,670	
研发费用	126	131	157	182	211	
财务费用	-1,431	-1,486	-1,899	-2,308	-2,771	
减值损失合	-3	-14	0	0	0	
投资净收益	93	94	102	119	138	
其他	161	165	184	214	248	
营业利润	24,24	27,826	34,090	41,035	48,675	
营业外收支	-140	-148	-155	-165	-180	
利润总额	24,10	27,678	33,935	40,870	48,495	
所得税	5,878	6,765	8,314	10,013	11,881	
净利润	18,22	20,913	25,621	30,857	36,614	
少数股东损	826	959	1,153	1,389	1,648	
归属母公司	17,40	19,955	24,468	29,468	34,966	
EBITDA	23,05	26,608	32,425	38,925	46,058	
EPS(当	4.48	5.14	6.30	7.59	9.01	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	23,112	14,698	28,471	32,701	38,180	
净利润	18,22	20,913	25,621	30,857	36,614	
折旧摊销	490	511	520	530	540	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-93	-94	-102	-119	-138	
营运资金变	4,767	-6,315	2,277	1,268	984	
其它	-281	-318	155	165	180	
投资活动现金流	-1,616	-1,722	-563	-511	-387	
资本支出	-1,607	-987	-485	-480	-395	
长期投资	-10	-735	-100	-100	-100	
其他	0	0	22	69	108	
筹资活动现金流	-7,252	-9,213	-12,300	-14,700	-17,500	
吸收投资	0	15	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或	-7,252	-9,228	-12,300	-14,700	-17,500	
现金流净增加额	14,244	3,763	15,608	17,490	20,293	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。