

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

五粮液 (000858.SZ)

维持评级

报告原因：中报点评

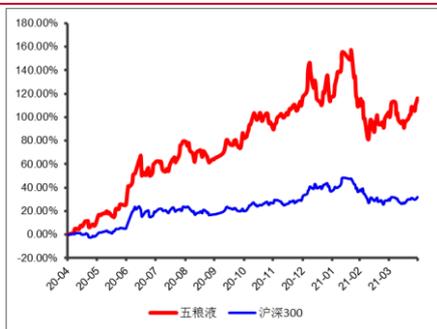
产品量价齐升，现金流表现靓丽

买入

2021年8月30日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月30日

收盘价(元)：208.94

年内最高/最低(元)：323.11/199.40

流通A股/总股本(亿)：38.82/38.82

流通A股市值(亿)：7804

总市值(亿)：7804

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益：5.14

每股净资产(元)：22.08

净资产收益率：24.94%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 公司披露半年报，2021上半年，公司实现营业收入367.52亿元，同比增长19.45%；实现净利润132亿元，同比增长21.6%。

事件点评

- 业绩稳健增长，直营渠道表现亮眼。公司2021H1实现营业收入367.52亿元，同比增长19.45%，归母净利润为132亿元，同比增长21.6%。其中单Q2营收为124.27亿元，同比增加18.02%，归母净利润38.77亿元，同比增长23.03%，业绩稳中有进。具体来看：一是分产品，公司持续巩固经销渠道，加大力度拓展团购渠道，第八代五粮液上半年动销情况超预期，经典五粮液按计划完成导入。2021H1五粮液产品实现营业收入271.38亿元，同比+17.27%，销量16189吨，同比+7.22%，吨单价167.63万元，同比+9.4%；21H1系列酒产品实现营业收入69.63亿元，同比+38.57%，销量101858吨，同比+29.45%，吨单价6.84万元，同比+7.0%，系列酒增速较快，主要在于大力推动系列酒产品品牌升级。二是分渠道来看，公司持续巩固经销渠道，加大力度拓展团购渠道，“直销模式”销售收入大幅增加。2021H1经销模式销售收入为271.67亿元，同比增长3.72%，直销模式销售收入为69.35亿元，同比增长251.01%。
- 毛利提升叠加费用率下降，公司盈利能力略有提升。公司2021H1销售净利率37.67%，同比增加0.71pct。具体来看：1) 2021H1销售毛利率为74.96%，同比增加0.42pct，主要在于产品结构升级及渠道结构优化；2) 2021H1销售期间费用率11.72%，同比减少0.62pct。其中销售费用率为9.67%，同比减少0.68pct；管理费用率4.39%，同比下降0.02pct；财务费用率为-2.33%，同比增加0.09pct。2) 预收账款方面，2021H1公司合同负债+其他流动负债71.42亿元，同比增加15.14亿元；3) 现金流方面，2021H1经营活动产生的现金流量净额为87.07亿元，同比下滑645.42%，主要在于上年同期基数偏低，以及本期营业收入、银行承兑汇票到期收现增加。
- 2021年经营目标双位数增长，有望完成。2021年白酒行业产能仍然过剩，挤压式增长的竞争格局将长期存在。白酒行业仍处于以结构性繁荣为特征的新一轮增长的长周期，高端白酒将继续引领行业结构性增

长，行业进一步向优势品牌、优势企业、优势产区集中。展望全年，展望下半年，我们认为第八代五粮液继续量价齐升，经典五粮液在渠道优化、服务升级的驱动下，有望放量增长；系列酒将“坚持、优化、调整”作为工作主线，四大全国性战略品牌发展势头持续向好，贡献度持续提升，进而确保实现全年营收两位数增长。

投资建议

- 上半年业绩稳健增长，为全面完成预期目标奠定了稳固基础。我们认为公司通过持续完善品牌体系、优化渠道建设、强化组织保障，确保企业可持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 241.12 亿、284.83 亿、334.78 亿，EPS 分别为 6.21 元、7.34 元、8.62 元，对应当前股价，PE 分别为 33 倍、28 倍、24 倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 宏观经济不确定因素、行业竞争进一步加剧、是知名品牌知识产权保护风险



| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 102,356 | 124,468 | 147,253 | 171,393 |
| 现金 | 68,210 | 80,920 | 101,299 | 121,331 |
| 应收账款 | 78 | 267 | 224 | 247 |
| 其他应收款 | 36 | 46 | 51 | 59 |
| 预付账款 | 247 | 270 | 290 | 315 |
| 存货 | 13,281 | 18,092 | 18,581 | 19,336 |
| 其他流动资产 | 20,504 | 24,872 | 26,807 | 30,105 |
| 非流动资产 | 11,537 | 10,336 | 10,290 | 10,233 |
| 长期投资 | 1,850 | 1,264 | 1,379 | 1,497 |
| 固定资产 | 5,867 | 5,495 | 5,124 | 4,752 |
| 无形资产 | 434 | 405 | 378 | 353 |
| 其他非流动资产 | 3,387 | 3,172 | 3,411 | 3,631 |
| 资产总计 | 113,893 | 134,803 | 157,543 | 181,626 |
| 流动负债 | 25,879 | 31,081 | 35,398 | 38,066 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 3,383 | 4,337 | 4,672 | 5,306 |
| 其他流动负债 | 22,496 | 26,744 | 30,726 | 32,760 |
| 非流动负债 | 256 | 247 | 238 | 225 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 256 | 247 | 238 | 225 |
| 负债合计 | 26,135 | 31,328 | 35,636 | 38,291 |
| 少数股东权益 | 2,052 | 3,213 | 4,577 | 6,184 |
| 股本 | 3,882 | 3,882 | 3,882 | 3,882 |
| 资本公积 | 2,683 | 2,683 | 2,683 | 2,683 |
| 留存收益 | 79,142 | 93,736 | 110,808 | 130,635 |
| 归属母公司股东权益 | 85,706 | 100,300 | 117,372 | 137,200 |
| 负债和股东权益 | 113,893 | 134,841 | 157,585 | 181,675 |

| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|----------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 14,698 | 20,510 | 30,493 | 32,089 |
| 净利润 | 20,913 | 24,112 | 28,483 | 33,478 |
| 折旧摊销 | 511 | 400 | 399 | 397 |
| 财务费用 | 0 | (1,118) | (1,367) | (1,670) |
| 投资损失 | (94) | (50) | (50) | (50) |
| 营运资金变动 | 5,633 | (4,008) | 1,662 | (1,679) |
| 其他经营现金流 | (12,266) | 1,174 | 1,365 | 1,612 |
| 投资活动现金流 | (1,722) | 636 | (65) | (69) |
| 资本支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | (828) | 586 | (115) | (119) |
| 其他投资现金流 | (894) | 50 | 50 | 50 |

| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 57,321 | 67,238 | 77,525 | 89,929 |
| 营业成本 | 14,812 | 16,608 | 18,839 | 21,583 |
| 营业税金及附加 | 8,092 | 8,741 | 10,078 | 11,691 |
| 销售费用 | 5,579 | 6,253 | 6,977 | 8,004 |
| 管理费用 | 2,610 | 3,362 | 3,566 | 3,957 |
| 财务费用 | (1,486) | (1,118) | (1,367) | (1,670) |
| 资产减值损失 | (14) | 14 | 2 | 5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 94 | 50 | 50 | 50 |
| 营业利润 | 27,826 | 33,429 | 39,480 | 46,410 |
| 营业外收入 | 41 | 50 | 50 | 50 |
| 营业外支出 | 189 | 50 | 50 | 50 |
| 利润总额 | 27,678 | 33,429 | 39,480 | 46,410 |
| 所得税 | 6,765 | 8,157 | 9,633 | 11,324 |
| 净利润 | 20,913 | 25,272 | 29,847 | 35,086 |
| 少数股东损益 | 959 | 1,161 | 1,364 | 1,607 |
| 归属母公司净利润 | 19,955 | 24,112 | 28,483 | 33,478 |
| EBITDA | 26,799 | 32,711 | 38,512 | 45,137 |
| EPS (元) | 5.14 | 6.21 | 7.34 | 8.62 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 14.37% | 17.30% | 15.30% | 16.00% |
| 营业利润 | 14.77% | 20.13% | 18.10% | 17.55% |
| 归属于母公司净利润 | 14.67% | 20.83% | 18.13% | 17.54% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 74.16% | 75.30% | 75.70% | 76.00% |
| 净利率(%) | 34.81% | 35.86% | 36.74% | 37.23% |
| ROE(%) | 23.83% | 24.41% | 24.47% | 24.47% |
| ROIC(%) | 154.20% | 127.68% | 81.11% | 95.28% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 22.95% | 23.23% | 22.61% | 21.08% |
| 净负债比率(%) | -43.20% | -52.93% | -57.38% | -59.77% |
| 流动比率 | 3.96 | 4.00 | 4.16 | 4.50 |
| 速动比率 | 3.44 | 3.42 | 3.64 | 3.99 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.52 | 0.54 | 0.53 | 0.53 |
| 应收账款周转率 | 651.58 | 512.19 | 393.48 | 499.42 |
| 应付账款周转率 | 17.26 | 17.42 | 17.21 | 18.03 |
| 每股指标 (元) | | | | |



| | | | | | | | | | |
|---------|---------|---------|----------|----------|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 筹资活动现金流 | (9,213) | (8,399) | (10,044) | (11,981) | 每股收益(最新摊薄) | 5.14 | 6.21 | 7.34 | 8.62 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.79 | 5.28 | 7.86 | 8.27 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 22.08 | 25.84 | 30.24 | 35.35 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 40.3 | 33.3 | 28.2 | 24.0 |
| 其他筹资现金流 | (9,213) | (8,399) | (10,044) | (11,981) | P/B | 9.4 | 8.0 | 6.8 | 5.9 |
| 现金净增加额 | 3,763 | 12,748 | 20,384 | 20,038 | EV/EBITDA | 39.79 | 22.58 | 18.74 | 15.63 |

分析师承诺：

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为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20% 以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

