证券研究报告—动态报告

食品饮料

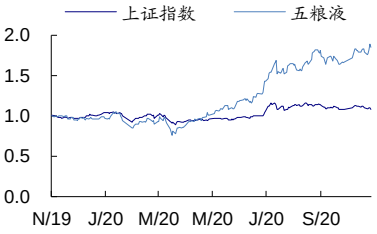
饮料

五粮液(000858) 买入

2020 年三季报点评 （维持评级）

2020 年 11 月 02 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,882/3,796
总市值/流通(百万元)	948,471/927,506
上证综指/深圳成指	3,225/13,237
12 个月最高/最低(元)	253.77/98.63

相关研究报告:

《五粮液-000858-2019 年三季报点评：业绩符合预期，渠道增量价格稳定》 ——2019-10-31

《五粮液-000858-2019 年中报点评：业绩稳增长，量价提升空间足》 ——2019-09-03

《五粮液-000858-2019 年一季报点评：超额实现开门红，现金流积极》 ——2019-04-30

《五粮液-000858-2018 年年报点评：业绩符合预期，望迎开门红》 ——2019-03-28

《五粮液-000858-2018 年三季报点评：业绩持续高增长，期待可降解支架获批》 ——2018-10-30

证券分析师：陈梦瑶
电话：18520127266
E-MAIL：chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001

证券分析师：熊鹏
电话：13012858690
E-MAIL：xiongpeng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

Q3 收入略超预期，公司势能持续向上

● **Q3 收入略超预期，放量贡献业绩增长**

公司 2020 前三季度营收 424.93 亿元（+14.53%），归母净利润 145.45 亿元（+15.96%），单 Q3 营收 117.25 亿元(+17.83%)；归母净利润 36.90 亿元（+15.03%），利润复合预期，收入略超我们此前预期。Q3 收入略超预期主要系中秋国庆旺季公司高端五粮液发货量同比较大，提价红利结束之下吨价提升主要由结构升级带动，放量之下普五批价仍维持在 960 元附近的高位，公司挺价效果显著。单三季度销售回款 99.6 亿元，同比下滑 30%，综合应收票据同比增长 27.64 亿元，预计主要与公司票据政策放松有关。

● **结构升级推升毛利率，净利率维持平稳**

2020 前三季度公司毛利率 74.53%，同比增长 0.72pct，其中单三季度毛利率 74.51%，同比增长 0.71pct，毛利率提升主要系高端酒占比提升产品结构改善。Q3 公司销售费用率同比增长 0.41pct 至 14.41%，预计主要系疫情后公司加大市场投入，管理费用率（包含研发费用）同比下滑 0.30pct 至 5.20%，税金及附加率同比提升 0.65pct 至 14.05%，主要系季节性生产波动，同时三季度营业外支出增加 3000 万，综合影响下净利率小幅下滑 0.47pct 至 32.89%。

● **营销改革效果显著，整体势能持续向上**

上半年公司加大团购、新零售渠道的开发力度，并成立新零售管理公司，全年计划 20%的销量要在团购渠道实现。在公司控货挺价以及优化配额等动作下，普五批价从 3 月底的 900 元左右上涨至 960-970 元，中秋国庆旺季期公司加大发货量情况下批价仍然坚挺，营销改革效果显著。全年来看，在高端酒和系列酒双重驱动以及下半年放量下，双位数增长目标有望顺利完成。

● **投资建议：维持 “买入”评级。**

预计 2020-2022 年归母净利润 203.9/248.5/296.0 亿元，摊薄公司 EPS 为 5.25/6.40/7.63 元，当前股价对应 PE=47/38/32x，维持“买入”评级。

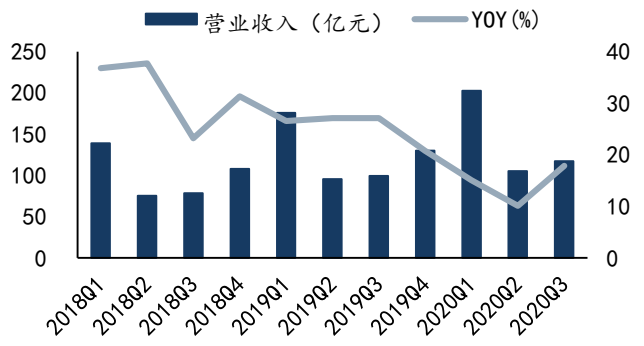
● **风险提示：**批价和动销表现不及预期；疫情影响超预期

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,030	50,118	57,345	68,019	78,859
(+/-%)	32.6%	25.2%	14.4%	18.6%	15.9%
净利润(百万元)	13384	17402	20393	24854	29601
(+/-%)	38.4%	30.0%	17.2%	21.9%	19.1%
摊薄每股收益(元)	3.45	4.48	5.25	6.40	7.63
EBIT Margin	43.8%	45.3%	47.7%	49.3%	50.7%
净资产收益率(ROE)	21.1%	23.4%	23.7%	24.7%	25.1%
市盈率(PE)	70.9	54.5	46.5	38.2	32.0
EV/EBITDA	53.8	42.3	34.9	28.6	24.1
市净率(PB)	14.94	12.77	11.00	9.42	8.04

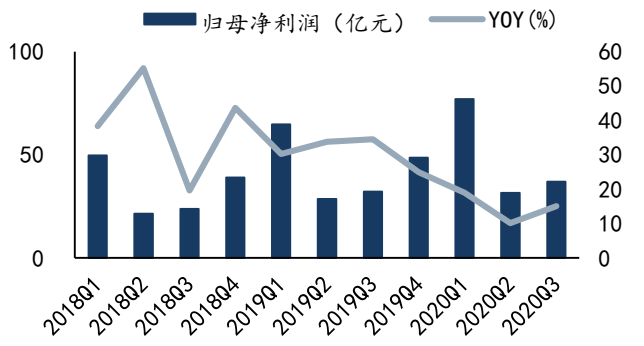
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：五粮液分季度营业收入及同比增速



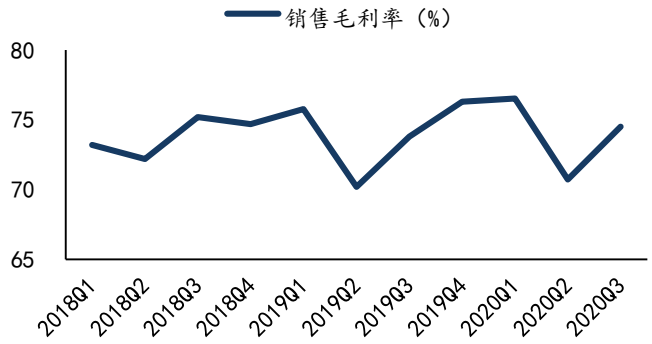
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：五粮液分季度归母净利润及同比增速



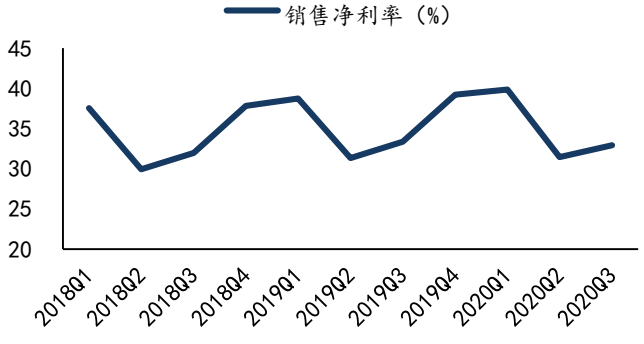
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：五粮液分季度毛利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：五粮液分季度净利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2020 年 11 月 1 日）

股票代码	简称	PE（TTM）	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600519.SH	贵州茅台	47	20,979	32.80	37.17	43.50	50.91	44.93	38.39	买入
600809.SH	山西汾酒	73	1,962	2.22	2.84	3.58	101.21	79.26	62.89	买入
000568.SZ	泸州老窖	45	2,527	3.17	4.02	4.84	54.43	42.89	35.66	,买入
	平均	55	8,489	12.73	14.68	17.31	68.85	55.69	45.65	
000858.SZ	**五粮液**	**49**	**9,485**	**4.48**	**5.25**	**6.40**	**54.50**	**46.51**	**38.16**	**买入**

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	63239	67028	76896	89633
应收款项	14811	20596	24430	28324
存货净额	13680	16479	19433	22570
其他流动资产	4897	2889	3959	5423
流动资产合计	96627	106992	124718	145949
固定资产	6921	8095	9319	10420
无形资产及其他	410	394	377	361
投资性房地产	1417	1417	1417	1417
长期股权投资	1022	1097	1186	1276
资产总计	106397	117995	137019	159422
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	3677	5167	5428	6270
其他流动负债	26357	24010	27593	31068
流动负债合计	30035	29177	33021	37337
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	266	262	255	257
长期负债合计	266	262	255	257
负债合计	30301	29439	33277	37594
少数股东权益	1805	2371	3059	3880
股东权益	74291	86186	100683	117949
负债和股东权益总计	106397	117995	137019	159422

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	4.48	5.25	6.40	7.63
每股红利	1.87	2.19	2.67	3.18
每股净资产	19.14	22.20	25.94	30.39
ROIC	25%	26%	29%	33%
ROE	23%	24%	25%	25%
毛利率	74%	76%	77%	77%
EBIT Margin	45%	48%	49%	51%
EBITDA Margin	46%	49%	50%	52%
收入增长	25%	14%	19%	16%
净利润增长率	30%	17%	22%	19%
资产负债率	30%	27%	27%	26%
息率	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%
P/E	54.5	46.5	38.2	32.0
P/B	12.8	11.0	9.4	8.0
EV/EBITDA	42.3	34.9	28.6	24.1

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	50118	57345	68019	78859
营业成本	12802	13536	15921	18504
营业税金及附加	6984	8028	9523	11040
销售费用	4986	5395	5752	5869
管理费用	2655	3046	3318	3467
财务费用	(1431)	(938)	(932)	(1050)
投资收益	93	87	94	91
资产减值及公允价值变动	3	(4)	(4)	(2)
其他收入	29	0	0	0
营业利润	24246	28360	34526	41118
营业外净收支	(140)	(78)	(78)	(78)
利润总额	24106	28282	34448	41039
所得税费用	5878	6920	8414	10033
少数股东损益	826	969	1181	1406
归属于母公司净利润	17402	20393	24854	29601

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	17402	20393	24854	29601
资产减值准备	8	1	1	1
折旧摊销	438	705	843	969
公允价值变动损失	(3)	4	4	2
财务费用	(1431)	(938)	(932)	(1050)
营运资本变动	4717	(7437)	(4020)	(4176)
其它	474	564	688	820
经营活动现金流	23035	14232	22369	27216
资本开支	(1736)	(1869)	(2055)	(2055)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(1839)	(1944)	(2144)	(2144)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(7252)	(8498)	(10357)	(12335)
其它融资现金流	7585	0	0	0
融资活动现金流	(6918)	(8498)	(10357)	(12335)
现金净变动	14279	3789	9868	12737
货币资金的期初余额	48960	63239	67028	76896
货币资金的期末余额	63239	67028	76896	89633
企业自由现金流	20576	12050	20089	24943
权益自由现金流	28161	13280	21448	26516

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032