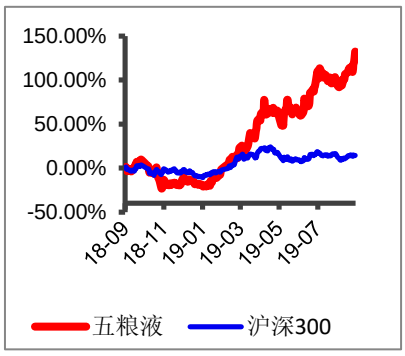
食品饮料 五粮液（000858.SZ） 维持评级

报告原因：三季报点评 Q3 收入环比加速，完成全年目标可期 买入

2020 年 10 月 29 日 公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 29 日

收盘价(元)：250

年内最高/最低（元）：253.77/97.32

流通 A 股/总股本（亿）： 37.96/38.82

流通 A 股市值（亿）：9490

总市值（亿）：9704

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：4.48

每股净资产(元)：19.14

净资产收益率：25.26%

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

- 10 月 29 日，五粮液发布 2020 年第三季度报告。报告显示，公司第三季度实现营业收入 117.25 亿元，同比增长 17.83%；归母净利润 36.90 亿元，同比增长 15.03%。2020 年 1-9 月，公司实现营收 424.93 亿元，同比增长 14.53%；归母净利润 145.45 亿元，同比增长 15.96%。

事件点评

- **Q3 实现两位数增长，业绩稳健增长。**公司 2020 前三季度实现营业收入 424.93 亿元，同比增长 14.53%，归母净利润为 145.45 亿元，同比增长 15.96%。其中单 Q3 实现营收 117.25 亿元，同比增长 17.83%，归母净利润 36.90 亿元，同比增长 15.03%，三季度收入环比增长。2020 前三季度公司预收款项（合同负债）约 43.85 亿元，环比增加 7.66 亿元。2020 前三季度公司经营活动产生的现金流净额 39.43 亿元，同比减少 75.64%，主要系大量一季度营收回款体现在上年末及上年同期票据到期托收额度更高等因素导致经营性现金流入减少，同时缴纳的税金增加等因素导致经营性现金流出增加综合影响所致。
- **高价位酒推动毛利率增加，盈利能力不断提高。**公司 2020 前三季度销售净利率 35.83%，同比增加 0.45pct，具体来看：1）2020 前三季度销售毛利率为 74.53%，同比增加 0.72pct，主要是产品结构优化叠加渠道结构变化；2)2020 前三季度销售期间费用率 11.47%，同比增加 0.57pct。其中销售费用率为 11.47%，同比提高 0.57pct，主要是公司在疫情下稳增长及布局疫情后恢复性消费，加强品牌宣传和氛围营造等终端市场投入所致；管理费用率 4.63%，同比下降 0.36pct，主要在于公司内部管理不断优化，财务费用率为-2.59%，同比增加 0.19pct；研发费用率 0.22%，同比增加 0.06pct，主要是公司加大对产品研发、检测及智能化仓储等方面研发投入所致。
- **数字化转型显成效，旺季放量批价坚挺成功。**今年以来，五粮液加速建设数字化平台，推进营销数字化转型，建立起五粮液品牌与产品数据库，实现了实时监控渠道销售、价格和库存数据。在中秋国庆旺季放量背景下，五粮液批价坚挺、超市场预期，目前批价维持在 960 元左右。同时重点发力团购，预计今年团购量占到全年销量 20%左右。我们认为公司有力的市场渠道管理实现了普五批价的稳定提升，渠道

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

利润和信心均得到强化，公司有望持续增长。

投资建议

- 公司前三季度业绩维持稳健增长，目前批价保持高景气，渠道信心和利润改善明显，完成全年目标可期。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 204.82 亿、244.31 亿、286.36 亿，EPS 分别为 5.28 元、6.29 元、7.38 元，对应当前股价，PE 分别为 47 倍、40 倍、34 倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	96,627	112,445	135,261	162,105
现金	63,239	70,667	87,860	109,089
应收账款	168	229	252	288
其他应收款	33	41	48	54
预付账款	232	205	211	207
存货	13,726	15,498	16,181	16,910
其他流动资产	19,229	25,806	30,709	35,556
非流动资产	9,770	9,073	8,825	8,547
长期投资	1,022	935	959	972
固定资产	6,108	5,721	5,334	4,948
无形资产	410	383	357	333
其他非流动资产	2,230	2,034	2,175	2,294
资产总计	106,397	121,518	144,086	170,653
流动负债	30,035	31,302	37,454	44,771
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3,258	4,393	4,724	5,356
其他流动负债	26,777	26,909	32,730	39,416
非流动负债	266	263	257	252
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	266	263	257	252
负债合计	30,301	31,565	37,711	45,023
少数股东权益	1,805	2,754	3,916	5,265
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	67,726	80,634	95,895	113,800
归属母公司股东权益	74,291	87,199	102,460	120,364
负债和股东权益	106,397	121,518	144,086	170,653

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	23,112	13,860	25,147	30,448
净利润	18,228	20,482	24,431	28,636
折旧摊销	490	414	412	411
财务费用	(0)	(1,004)	(1,189)	(1,477)
投资损失	(93)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	541	(6,947)	385	1,576
其他经营现金流	3,945	966	1,159	1,352
投资活动现金流	(1,616)	137	26	37
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(102)	87	(24)	(13)
其他投资现金流	(1,514)	50	50	50

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	50,118	57,135	66,962	77,676
营业成本	12,802	14,227	16,406	18,875
营业税金及附加	6,984	7,428	8,705	10,098
销售费用	4,986	5,314	6,027	6,913
管理费用	2,655	2,857	3,214	3,651
财务费用	(1,431)	(1,004)	(1,189)	(1,477)
资产减值损失	(3)	17	(3)	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	93	50	50	50
营业利润	24,246	28,348	33,852	39,663
营业外收入	30	50	50	50
营业外支出	170	50	50	50
利润总额	24,106	28,348	33,852	39,663
所得税	5,878	6,917	8,260	9,678
净利润	18,228	21,431	25,592	29,985
少数股东损益	826	949	1,162	1,349
归属母公司净利润	17,402	20,482	24,431	28,636
EBITDA	23,224	27,757	33,076	38,597
EPS（元）	4.48	5.28	6.29	7.38

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	25.20%	14.00%	17.20%	16.00%
营业利润	29.53%	16.92%	19.42%	17.16%
归属于母公司净利润	30.02%	17.70%	19.28%	17.21%
获利能力				
毛利率(%)	74.46%	75.10%	75.50%	75.70%
净利率(%)	34.72%	35.85%	36.48%	36.87%
ROE(%)	23.95%	23.82%	24.06%	23.87%
ROIC(%)	105.02%	164.07%	81.24%	91.57%
偿债能力				
资产负债率(%)	28.48%	25.98%	26.17%	26.38%
净负债比率(%)	-55.54%	-44.87%	-52.92%	-56.82%
流动比率	3.22	3.59	3.61	3.62
速动比率	2.76	3.10	3.18	3.24
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.50	0.50	0.49
应收账款周转率	382.90	354.55	341.55	354.83
应付账款周转率	15.64	14.94	14.69	15.41
每股指标（元）				

筹资活动现金流	(7,252)	(6,570)	(7,981)	(9,255)	每股收益(最新摊薄)	4.48	5.28	6.29	7.38
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	5.95	3.57	6.48	7.84
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	19.14	22.46	26.40	31.01
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	55.8	47.4	39.7	33.9
其他筹资现金流	(7,252)	(6,570)	(7,981)	(9,255)	P/B	13.1	11.1	9.5	8.1
现金净增加额	14,244	7,428	17,193	21,230	EV/EBITDA	19.57	32.91	27.19	22.84

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而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、地位和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 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——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“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。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，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本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所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本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，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我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》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我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》规定特此告知我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