五粮液（000858）

改革愈深，稳中求进

买入（维持）

2020 年 10 月 29 日

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宋英男
songyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	50,118	57,358	66,633	76,567
同比（%）	25.2%	14.4%	16.2%	14.9%
归母净利润（百万元）	17,402	20,735	25,675	30,521
同比（%）	30.0%	19.2%	23.8%	18.9%
每股收益（元/股）	4.48	5.34	6.61	7.86
P/E（倍）	55.76	46.80	37.80	31.79

事件

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 424.93 亿元（+14.53%），归母净利 145.45 亿元（+15.96%），扣非净利 145.8 亿元（+15.68%）。20Q3 实现营收 117.25 亿元（+17.83%），归母净利 36.9 亿元（+15.03%），扣非净利 37.2 亿元（+15.82%）。

投资要点

- **批价稳健上行，团购转型顺利，全年放量目标完成度较高。**公司 20Q1-Q3 实现营收 424.93 亿（同比+14.53%），20Q3 实现营收 117.25（+17.83%），收入增速超预期。**从量价角度看，**公司以价在量先、量价平衡策略为主，疫后延续稳健增长态势，中秋旺季公司通过数字化营销转型，结合渠道库存有序控制放量，普五批价稳步回升，当前稳定在约 970-980 元水平，预计 21 年站稳千元以上，渠道价值链进一步增厚可能性较大；公司中秋投放量与 19 年同期接近持平，预计普五全年实现 2.7 万吨投放目标确定性较高（同比增长约 8%）。考虑到普五全年配额执行节奏平稳，库存良性（约 1 个月左右），**四季度仍有增量空间。**公司 20 年计划团购规模占比达到 20%，当前团购转型进展顺利，对公司收入/利润起到较高支撑。

- **业绩增长符合预期，税收及销售费用对 Q3 净利率略有拖累。**公司 20Q1-Q3 实现归母净利 145.45 亿（同比+15.96%），20Q3 实现归母净利 36.9 亿（同比+15.03%），业绩表现基本符合预期。公司 20Q3 净利率为 32.89%（同-0.47pct），主要系公司收入确认与缴税节奏不同导致税金及附加比率为 14.0%（同+0.7pct），公司销售费用率为 14.41%（同+0.4pct），预计系新品上市、营销费用投放增加所致。此外，或因普五稳定放量，团购占比提升，公司毛利率同比提升 0.71pct 为 74.51%。公司 20Q1-Q3 净利率为 35.83%（+0.46pct），一方面由于毛利率为 74.53%（同比+0.72pct），另一方面因公司管理（含研发）费用率为 4.63%（同-0.31pct）所致。

- **Q3 现金流保持良性。**公司 20Q1-Q3 销售收现 385.8 亿，同比下滑 8.9%，20Q3 同比下滑 30.6%，增速下滑主要因应收票据及款项环比增加约 29 亿，预计系公司给予经销商较为宽松的打款政策，打造良性厂商关系为主。公司 20Q3 经营净现金流约为 27.8 亿（环比增加约 4 亿），在销售收现大幅下滑的背景下保持增长，主要受员工薪酬及税收支出减少所致。此外，公司合同负债约为 43.85 亿（考虑其他流动负债的影响，环比增加约 7.5 亿）。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	250.00
一年最低/最高价	97.32/253.77
市净率(倍)	12.09
流通 A 股市值(百万元)	948952.79

基础数据

每股净资产(元)	20.69
资产负债率(%)	17.91
总股本(百万股)	3881.61
流通 A 股(百万股)	3795.81

相关研究

1、《五粮液（000858）：Q2 现金流显著改善，全年稳健增长可期》2020-08-28
2、《五粮液（000858）：品牌绽放，稳步前行》2020-04-28
3、《五粮液（000858）：改革释能，行稳致远》2020-02-07

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **普五站位千元可期，改革或持续释放公司活力。**公司“二次创业”以来持续深化改革成果显著，精细化管理措施持续落地。凭借品牌及渠道管控能力公司疫后加速恢复，当前看基本不受疫情影响，八代普五批价回升保持在 970 元左右，预计年底或明年年初将冲击站上 1000 元左右，渠道推力及招商潜力有保障。我们认为公司未来将在渠道、品牌和产品等方面继续改革举措，公司活力有望进一步释放，强品牌力及业绩稳定性有望带动公司估值中枢上移。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 20-22 年公司收入达 574/666/766 亿，同比增长 14%/16%/15%；归母净利润达 207/257/305 亿，同比增长 19%/24%/19%；对应 EPS 分别为 5.34/6.61/7.86 元，对应 PE 分别为 47/38/32X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**高端酒需求回落，疫情加剧，系列酒增长不达预期。

五粮液三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**96,627**	**107,934**	**131,167**	**156,274**
现金	63,239	74,538	96,520	119,987
应收账款	14,778	14,201	14,502	15,347
存货	13,680	14,239	15,124	15,887
其他流动资产	4,931	4,957	5,021	5,053
非流动资产	**9,770**	**10,777**	**11,905**	**12,946**
长期股权投资	1,022	1,215	1,411	1,606
固定资产	6,109	7,056	8,105	9,010
在建工程	812	733	676	637
无形资产	410	393	378	364
其他非流动资产	1,417	1,380	1,335	1,330
资产总计	**106,397**	**118,712**	**143,072**	**169,220**
流动负债	**30,035**	**29,169**	**32,556**	**33,260**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3,258	3,801	3,991	4,782
其他流动负债	26,777	25,368	28,565	28,478
非流动负债	**266**	**266**	**266**	**266**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	266	266	266	266
负债合计	**30,301**	**29,436**	**32,822**	**33,527**
少数股东权益	1,805	2,790	4,008	5,457
归属母公司股东权益	74,291	86,486	106,242	130,236
负债和股东权益	**106,397**	**118,712**	**143,072**	**169,220**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	23,112	19,850	27,729	29,236
投资活动现金流	-1,616	-1,510	-1,754	-1,756
筹资活动现金流	-7,252	-7,040	-3,993	-4,013
现金净增加额	14,244	11,299	21,982	23,467
折旧和摊销	490	594	720	807
资本开支	1,699	814	932	847
营运资本变动	4,767	-873	2,136	-935

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**50,118**	**57,358**	**66,633**	**76,567**
减:营业成本	12,802	14,099	15,562	17,521
营业税金及附加	6,984	7,558	8,383	9,777
营业费用	4,986	5,492	5,830	5,998
管理费用	2,655	2,983	3,194	3,461
财务费用	-1,431	-1,499	-1,927	-2,513
资产减值损失	-3	0	0	0
加:投资净收益	93	91	93	92
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**24,246**	**28,816**	**35,683**	**42,416**
加:营业外净收支	-140	-34	-67	-88
利润总额	**24,106**	**28,782**	**35,616**	**42,328**
减:所得税费用	5,878	7,063	8,723	10,358
少数股东损益	826	984	1,219	1,449
归属母公司净利润	**17,402**	**20,735**	**25,675**	**30,521**
EBIT	22,209	26,716	33,051	39,080
EBITDA	22,699	27,310	33,770	39,887

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	4.48	5.34	6.61	7.86
每股净资产(元)	19.14	22.28	27.37	33.55
发行在外股份(百万股)	3882	3882	3882	3882
ROIC(%)	22.5%	23.2%	23.4%	22.6%
ROE(%)	24.0%	24.3%	24.4%	23.6%
毛利率(%)	74.5%	75.4%	76.6%	77.1%
销售净利率(%)	34.7%	36.2%	38.5%	39.9%
资产负债率(%)	28.5%	24.8%	22.9%	19.8%
收入增长率(%)	25.2%	14.4%	16.2%	14.9%
净利润增长率(%)	30.0%	19.2%	23.8%	18.9%
P/E	55.76	46.80	37.80	31.79
P/B	13.06	11.22	9.13	7.45
EV/EBITDA	40.06	32.92	26.00	21.46

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn