五粮液（000858）

公司研究/点评报告

改革红利持续释放，公司经营稳中向好

—五粮液（000858）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 10 月 30 日

一、事件概述

10 月 29 日公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 424.93 亿元，同比+14.53%；实现归母净利润 145.45 亿元，同比+15.96%，基本 EPS 为 3.75 元。折合 Q3 单季度公司实现营收/归母净利润 117.25/36.9 亿元，同比分别+17.83%/+15.03%。

二、分析与判断

➢ 收入与业绩加速增长，经营水平维持稳健

20Q3 单季度公司营收同比+17.83%，增速环比+7.70ppt，归母净利润同比+15.03%，增速环比+4.87ppt，主要系双节迎来白酒动销旺季，高端白酒需求坚挺助力普五动销。**从毛利率来看，**前三季度公司销售毛利率为 74.53%，同比+0.72ppt(Q3 为 74.51%，同比+0.71ppt)，产品盈利能力稳定。**从期间费用率来看，**前三季度公司整体期间费用率为 13.51%，同比+0.40ppt(Q3 为 16.58%，同比+0.47ppt)，各项费用率较同期基本稳定。**从净利率来看，**前三季度公司归母净利率为 34.23%，同比+0.42ppt(Q3 为 31.47%，同比-0.77ppt)。

➢ 预收账款环比改善，打款方式拖累现金流

从预收账款来看，20Q3 期末预收账款（合同负债+其他流动负债）为 48.30 亿元，环比+18.36%，蓄水池作用得以强化。**从现金流来看，**20Q3 单季度销售收现/经营现金流净额分别为 99.63/27.75 亿元，分别同比-30.62%/-64.53%，回款表现较差主要系打款方式改变所致，20Q3 单季度应收账款环增 29.08 亿元（环比+23.86%），去年同期为环降 27.20 亿元（环比-18.06%）。

➢ 改革红利持续兑现，战略明晰引领公司发展

从产品角度看五粮液，当前普五批价站稳 960 元，公司供需调控水平渐入佳境，未来在品牌力继续释放的前提下批价有望站上千元大关；公司“1+3”产品产略稳步推进，“经典五粮液”面市布局 2000 元价格带；系列酒方面“4+4”战略稳步实施，集中资源做大做强。产品运作思路明确，成效显著。**从渠道看五粮液，**公司优化传统配额并发力团购，公司与企业“强强联手”以强化品牌形象与产品价格，布局长远。整体来看，改革红利持续兑现，公司经营整体向好，看好公司未来品牌力持续提升与业绩稳健增长。

三、投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入 560/664/777 亿元，同比+11.8%/+18.5%/+17.1%；实现归母净利润 202/247/294 亿元，同比+16.1%/+22.3%/+19.0%，对应 EPS 为 5.20/6.37/7.57 元，目前股价对应 PE 为 48/39/33 倍。目前公司估值略高于白酒板块 2020 年 46 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），但考虑到公司的龙头地位及增长确定性，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情及经济下滑拖累需求、批价不及预期、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	50,118	56,007	66,368	77,717
增长率（%）	25.2%	11.8%	18.5%	17.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	17,402	20,202	24,714	29,400
增长率（%）	30.0%	16.1%	22.3%	19.0%
每股收益（元）	4.48	5.20	6.37	7.57
PE（现价）	55.8	48.0	39.3	33.0
PB	13.1	10.7	9.0	7.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格： 250.00 元

交易数据	2020-10-29
近 12 个月最高/最低(元)	250.00/100.75
总股本（百万股）	3,882
流通股本（百万股）	3,796
流通股比例（%）	98
总市值（亿元）	9,704
流通市值（亿元）	9,490

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：郝宇新

执业证号：S0100120070030

电话：021-60876735

邮箱：haoyuxin@mszq.com

相关研究

1.五粮液（000858）：经营稳健显龙头风采，战略明晰看扬帆远航

2.五粮液（000858）2019 年报及 2020 年一季报点评：2019 年完美收官，2020 年收入目标力争双位数增长

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	50,118	56,007	66,368	77,717
营业成本	12,802	13,778	15,331	16,709
营业税金及附加	6,984	8,036	9,386	11,071
销售费用	4,986	4,481	4,646	5,572
管理费用	2,655	3,121	3,607	4,277
研发费用	126	129	160	184
EBIT	22,564	26,462	33,238	39,904
财务费用	(1,431)	(1,897)	(1,444)	(1,382)
资产减值损失	(3)	0	0	0
投资收益	93	74	84	88
营业利润	24,246	28,570	34,915	41,517
营业外收支	(140)	(153)	(168)	(148)
利润总额	24,106	28,445	34,782	41,388
所得税	5,878	6,936	8,481	10,092
净利润	18,228	21,509	26,301	31,296
归属于母公司净利润	17,402	20,202	24,714	29,400
EBITDA	23,054	27,002	33,790	40,516

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	63239	72180	92140	113013
应收账款及票据	14778	19633	21417	26162
预付款项	232	270	289	321
存货	13680	14713	16338	17800
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	96627	114686	138825	165607
长期股权投资	1022	1096	1179	1267
固定资产	6109	6517	7144	7662
无形资产	410	398	382	369
非流动资产合计	9770	10000	10521	10838
资产合计	106397	124685	149346	176445
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3677	4321	4606	5130
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	30035	30621	36964	41550
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	266	266	266	266
非流动负债合计	266	266	266	266
负债合计	30301	30888	37231	41817
股本	3882	3882	3882	3882
少数股东权益	1805	3113	4700	6596
股东权益合计	76096	93797	112114	134628
负债和股东权益合计	106397	124685	149346	176445

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	25.2%	11.8%	18.5%	17.1%
EBIT 增长率	29.4%	17.3%	25.6%	20.1%
净利润增长率	30.0%	16.1%	22.3%	19.0%
盈利能力				
毛利率	74.5%	75.4%	76.9%	78.5%
净利润率	34.7%	36.1%	37.2%	37.8%
总资产收益率 ROA	16.4%	16.2%	16.5%	16.7%
净资产收益率 ROE	23.4%	22.3%	23.0%	23.0%
偿债能力				
流动比率	3.2	3.7	3.8	4.0
速动比率	2.8	3.3	3.3	3.6
现金比率	2.1	2.4	2.5	2.7
资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	358.2	370.9	364.6	367.7
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）				
每股收益	4.5	5.2	6.4	7.6
每股净资产	19.1	23.4	27.7	33.0
每股经营现金流	6.0	4.4	7.5	7.9
每股股利	2.2	1.9	2.1	2.3
估值分析				
PE	55.8	48.0	39.3	33.0
PB	13.1	10.7	9.0	7.6
EV/EBITDA	39.1	33.1	25.9	21.1
股息收益率	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	18,228	21,509	26,301	31,296
折旧和摊销	492	540	552	612
营运资金变动	4,767	(5,081)	2,164	(1,323)
经营活动现金流	23,111	17,020	29,066	30,627
资本开支	1,607	820	1,122	971
投资	(10)	0	0	0
投资活动现金流	(1,616)	(820)	(1,122)	(971)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(7,252)	(7,259)	(7,984)	(8,783)
现金净流量	14,243	8,941	19,960	20,873

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

郝宇新，食品饮料行业研究助理，约翰霍普金斯大学金融学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖白酒、啤酒板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。