Q2 保持两位数稳健增长，批价上行旺季可期

——五粮液（000858）半年报点评报告

买入（维持）

日期：2020 年 08 月 28 日

事件：

8 月 27 日，公司发布 2020 年半年度报告。20H1 公司实现营收 307.68 亿元，同比+13.32%，归母净利润 108.55 亿元，同比+16.28%，扣非归母净利润 108.63 亿元，同比+15.63%。收入业绩增长基本符合我们与市场的预期。

投资要点：

- **Q2营收业绩稳健增长，业绩基本符合预期。**2020Q2公司实现营业总收入105.29亿元，同比+10.13%，归母净利润31.51亿元，同比+10.16%，扣非归母净利31.35亿元，同比9.83%。**公司Q2营收业绩增速环比下降，预计主因公司将重心调整至控量挺价，但继续保持两位数的稳健增长，营收增速处于高端酒板块首位。**

- **产品结构升级拉升公司H1毛利率，H1销售费用率提升，净利率稳中有升。**20H1公司毛利率为74.54%，同比提升0.73pct，**主因八代普五迭代升级带来的量价双升及加码团购渠道，随着H2超高端产品501五粮液、经典版五粮液放量，叠加团购以及新零售渠道的推进，毛利率有望进一步提高。**20H1公司销售/管理/财务费用率分别为10.35%/4.41%/-2.42%，同比+0.59/-0.39/+0.13pct，销售费用率上升主因公司抢抓疫情后消费恢复机会加强终端市场宣传，Q2销售/管理/财务费用率分别为13.9%/13.8%/-3.25%，同比-0.56/+0.53/+0.30pct。20H1公司净利率为36.96%，同比+0.84pct，其中，Q2净利率为31.4%，同比略升0.1pct。

- **现金流指标Q2改善显著，预收款下降无需担忧：**由于收入回款提前确认与20Q1上交递延税金等原因，20H1公司经营性现金流量净额11.68亿元，同比-86.04%，其中Q2现金流指标改善明显，20Q2经营活动产生的现金流量净额为23.7亿元，同增439.55%，销售收现159.27亿元，同增55.13%，远高于收入增速主因票据打款减少。截至20Q2末，公司合同负债（预收款指标）36.19亿元，同比下降7.35亿元，预测与公司打款政策（按月打款）、控量及调整部分经销商额度有关。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	501.18	570.66	673.03	775.37
增长比率(%)	25.20	13.86	17.94	15.21
净利润(亿元)	174.02	203.47	246.48	291.05
增长比率(%)	30.02	16.92	21.14	18.09
每股收益(元)	4.48	5.24	6.35	7.50
市盈率(倍)	53.10	45.42	37.49	31.75

资料来源：Wind，万联证券研究所 注：净利润为归母净利，股价采用 8.27 收盘价

基础数据

行业	食品饮料
公司网址	
大股东/持股	宜宾市国有资产经营有限公司/36.0%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	3,881.61
流通A股（百万股）	3,795.81
收盘价（元）	238.08
总市值（亿元）	9,241.33
流通A股市值（亿元）	9,037.07

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 08 月 27 日

相关研究

万联证券研究所 20200619_公司首次覆盖_AAA_五粮液（000858）首次覆盖报告
万联证券研究所 20200423_公司年报点评_AAA_贵州茅台（600519）年报点评报告
万联证券研究所 20200224_公司深度报告_AAA_贵州茅台（600519）首次覆盖报告

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 王鹏
电话：15919158497
邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

万联证券

- **展望：**公司面对疫情积极应对，精准施策，再次展现出一家优秀企业的经营韧性。**短期来看，**普五批价上行至960-970元水平，控量挺价实施坚决，成效已现，渠道信心提升，动力更足，节后放量批价的下行压力预计不大，春节前有望突破千元大关。批价稳健上行对公司的意义颇大，不仅有望将普五带入量价齐升的良性循环，也为渠道发展、直接提价以及品牌力的提升打下基础，有望拉动公司估值中枢进一步提升。此外，公司预计进一步优化渠道结构，加码团购及新零售渠道，叠加非标超高端产品的放量，旺季可期，全年目标顺利完成的信心较强。**长期来看，**高端酒行业扩容的大逻辑不变，普五及以上优质酒产能释放为公司承接茅台溢出需求提供支撑，公司自“二次创业”以来，在产品矩阵、渠道结构、治理体系等方面均得到优化，我们继续看好浓香酒王长期稳健发展。

- **盈利预测与投资建议：**我们维持20-22年盈利预测，预计公司2020-2022年营业总收入为570.7/673.0/775.4亿元，同比增长13.9%/17.9%/15.2%；归母净利润为203.5/246.5/291.1亿元，同比增长16.9%/21.1%/18.1%，对应EPS为5.24/6.35/7.50元/股，8月27日股价对应PE为45/37/32倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：**1.政策风险 2.高端酒需求不及预期风险 3.疫情风险 4.改革不及预期风险

万联证券

图表 1：五粮液单季度利润表及重要财务比率

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业总收入	13898	7524	7829	10780	17590	9561	9951	13016	20238	10529
营业收入	13898	7524	7829	10780	17590	9561	9951	13016	20238	10529
营业总成本	7014	4645	4523	5342	8432	5757	5544	6393	9504	6283
其中：营业成本	3726	2093	1941	2727	4260	2850	2607	3085	4750	3084
营业税金及附加	1955	1072	1373	1509	2453	1363	1333	1836	2697	1460
销售费用	1003	1153	921	701	1274	1376	1393	943	1729	1456
管理费用	595	587	532	667	777	490	527	862	701	595
研发费用			23	21	22	16	21	67	30	30
财务费用	-264	-262	-268	-291	-353	-339	-338	-400	-401	-343
资产减值损失		3		8				-3		
公允价值变动收益										
投资净收益		50		51		52		40		13
资产处置收益	0	0	0	6	0	3	0	0	0	0
营业利润	6894	2936	3322	5567	9183	3880	4416	6767	10740	4317
营业外收入	15	37	23	-31	5	6	5	13	4	12
营业外支出	5	21	10	119	115	5	22	28	44	29
利润总额	6903	2952	3335	5416	9073	3882	4399	6752	10701	4300
所得税	1689	702	835	1341	2261	887	1080	1650	2641	990
净利润	5214	2250	2500	4075	6812	2995	3319	5102	8060	3310
少数股东损益	243	111	115	185	337	135	111	243	356	159
归属母公司净利润	4971	2139	2384	3890	6475	2861	3208	4859	7704	3151
EPS	**1.31**	**0.55**	**0.61**	**1.00**	**1.67**	**0.74**	**0.83**	**1.25**	**1.98**	**0.81**
主要财务比率										
毛利率	73.2%	72.2%	75.2%	74.7%	75.8%	70.2%	73.8%	76.3%	76.5%	70.7%
营业税金率	14.1%	14.2%	17.5%	14.0%	13.9%	14.3%	13.4%	14.1%	13.3%	13.9%
销售费用率	7.2%	15.3%	11.8%	6.5%	7.2%	14.4%	14.0%	7.2%	8.5%	13.8%
管理费用率	4.3%	7.8%	6.8%	6.2%	4.4%	5.1%	5.3%	6.6%	3.5%	5.7%
营业利润率	49.6%	39.0%	42.4%	51.6%	52.2%	40.6%	44.4%	52.0%	53.1%	41.0%
实际税率	24.5%	23.8%	25.0%	24.8%	24.9%	22.8%	24.6%	24.4%	24.7%	23.0%
净利率	37.5%	29.9%	31.9%	37.8%	38.7%	31.3%	33.4%	39.2%	39.8%	31.4%
营业总收入YoY	36.8%	37.7%	23.2%	31.3%	26.6%	27.1%	27.1%	20.7%	15.1%	10.1%
营业利润YoY	39.3%	44.1%	23.1%	50.9%	33.2%	32.2%	32.9%	21.6%	17.0%	11.3%
归母净利YoY	38.4%	55.2%	19.6%	43.6%	30.3%	33.7%	34.6%	24.9%	19.0%	10.2%
收入占比	34.7%	18.8%	19.6%	26.9%	35.1%	19.1%	19.9%	26.0%	-	-

资料来源：公司公告，万联证券研究所

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	96,627	104,779	124,605	148,970
货币资金	63,239	69,311	83,554	102,599
应收票据及应收账款	14,778	15,189	17,896	20,617
其他应收款	1,249	1,251	1,475	1,699
预付账款	232	279	319	360
存货	13,680	15,298	17,912	20,244
其他流动资产	3,450	3,450	3,450	3,450
非流动资产	9,770	11,071	11,359	13,296
长期股权投资	1,022	1,122	1,232	1,327
固定资产	6,109	6,686	6,432	7,860
在建工程	812	1,438	1,887	2,312
无形资产	410	412	414	415
其他长期资产	1,417	1,414	1,395	1,383
资产总计	106,397	115,850	135,965	162,266
流动负债	30,035	27,481	34,055	42,699
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,677	3,825	4,238	4,691
预收账款	12,531	8,560	12,115	17,834
其他流动负债	13,827	15,096	17,703	20,174
非流动负债	266	266	266	266
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	266	266	266	266
负债合计	30,301	27,747	34,322	42,965
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	78,775	91,143	107,422
归属母公司股东权益	74,291	85,339	97,707	113,986
少数股东权益	1,805	2,764	3,936	5,315
负债和股东权益	106,397	115,850	135,965	162,266

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	23,112	16,999	27,132	34,135
净利润	18,228	21,306	25,819	30,485
折旧摊销	490	315	316	317
营运资金变动	4,767	-4,633	990	3,324
其它	-373	11	7	10
投资活动现金流	-1,616	-753	-566	-537
资本支出	-1,607	-770	-597	-571
投资变动	-10	-100	-110	-95
其他	0	117	140	129
筹资活动现金流	-7,252	-10,173	-12,324	-14,553
银行借款	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-7,252	-10,173	-12,324	-14,553
现金净增加额	14,244	6,073	14,242	19,045
期初现金余额	48,889	63,239	69,311	83,554
期末现金余额	63,139	69,311	83,554	102,599

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	50,118	57,066	67,303	77,537
营业成本	12,802	13,959	15,946	18,022
营业税金及附加	6,984	7,704	9,086	10,468
销售费用	4,986	5,695	6,663	7,366
管理费用	2,655	3,025	3,365	3,567
研发费用	126	136	161	187
财务费用	-1,431	-1,516	-1,908	-2,208
资产减值损失	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	93	114	121	116
资产处置收益	3	5	6	6
营业利润	24,246	28,346	34,315	40,488
营业外收入	30	35	33	33
营业外支出	170	165	166	166
利润总额	24,106	28,216	34,182	40,355
所得税	5,878	6,910	8,362	9,870
净利润	18,228	21,306	25,819	30,485
少数股东损益	826	959	1,172	1,379
归属母公司净利润	17,402	20,347	24,648	29,105
EBITDA	23,054	26,862	32,398	38,244
EPS（元）	4.48	5.24	6.35	7.50

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	25.2%	13.9%	17.9%	15.2%
营业利润	29.5%	16.9%	21.1%	18.0%
归属于母公司净利润	30.0%	16.9%	21.1%	18.1%
获利能力				
毛利率	74.5%	75.5%	76.3%	76.8%
净利率	36.4%	37.3%	38.4%	39.3%
ROE	23.4%	23.8%	25.2%	25.5%
ROIC	22.4%	22.8%	23.8%	24.0%
偿债能力				
资产负债率	28.5%	24.0%	25.2%	26.5%
净负债比率	-83.1%	-78.7%	-82.2%	-86.0%
流动比率	3.22	3.81	3.66	3.49
速动比率	2.75	3.25	3.12	3.01
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.49	0.50	0.48
应收账款周转率	372.76	331.82	365.00	365.00
存货周转率	0.94	0.91	0.89	0.89
每股指标（元）				
每股收益	4.48	5.24	6.35	7.50
每股经营现金流	5.95	4.38	6.99	8.79
每股净资产	19.14	21.99	25.17	29.37
估值比率				
P/E	53.10	45.42	37.49	31.75
P/B	12.44	10.83	9.46	8.11
EV/EBITDA	19.65	21.34	17.26	14.12

资料来源：公司公告，万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场