五粮液（000858）

Q2 现金流显著改善，全年稳健增长可期

买入（维持）

2020 年 08 月 27 日

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）	52.79	44.30	35.78	30.10

事件：公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 307.68 亿元（+13.32%），归母净利 108.55 亿元（+16.28%），扣非净利 108.63 亿元（+15.63%）。20Q2 实现营收 105.29 亿元（+10.13%），归母净利 31.51 亿元（+10.16%），扣非净利 31.35 亿元（+9.83%）。

投资要点

- **收入稳步增长，普五批价上行趋势不改。**公司 20H1 实现营收 307.68 亿（+13.32%），20Q2 实现营收 105.29 亿（+10.13%）。**产品端，**公司 20H1 酒类收入 281.67 亿（+10.81%），据渠道反馈，疫情期间公司主动控货，厂家按终端扫码率放量，高端五粮液主要依靠吨价提升带动增长；而公司系列酒上半年保持高增且增速高于高端酒，同比增速超 25%。公司疫情期间挺价措施有力，在保证库存良性管控的同时，通过发布最低出货/团购价、打造 501 形象产品、加强终端核心掌控等方式引导价格稳步上涨，当前普五批价从 6 月末的 910-920 元进一步回升至 970 元左右，未来仍有上行空间。**渠道端，**公司加强高质量渠道梳理，重视团购及新零售渠道的建设，公司二季度以来加强企事业单位拜访，新增超 4 亿团购订单，团购占比未来仍将持续提升。同时公司 5 月成立新零售管理公司，除自营商城外，针对线上经销商精细化管理。

- **业绩符合预期，Q2 现金流显著改善。**公司 20H1 实现归母净利 108.55 亿（+16.28%），20Q2 实现归母净利 31.51 亿（+10.16%）基本符合预期。公司 20H1 净利率同增 0.84pct 为 36.96%，主要由于毛利率为 74.54%（同增 0.72pct）带动，毛利增长预计系高端酒提价、产品结构优化（酒类业务毛利率同增 2.11pct）和税率影响所致。此外公司疫情期间提前开始疫后布局，逆势加大市场投入，销售费用率为 10.35%（同增 0.59pct），管理费用率（含研发）同减 0.4pct，主因规模效应影响。**现金流方面改善明显，**公司 20H1 经营活动现金流净额 11.7 亿（-86%），主因递延所得税影响税收支出所致，但 20Q2 经营活动净现金流环比大幅改善，为 23.7 亿（+440%），主因应收票据下降的影响（Q2 应收票据、账款及融资 137.2 亿，环比 Q1 大幅下降 58 亿），公司二季度销售商品等收到现金为 159.3 亿，同比增长 55%。此外，公司 20Q2 合同负债环比 Q1 下降约 11 亿元。

- **批价上行带来经营正循环，估值中枢上移可期。**公司自 17 年以来针对产品、渠道及价格体系的积弊积极实施“二次创业”改革成果显著，20 年以来公司深化改革，精细化管理措施持续落地。疫后普五批价延续上行趋势，未来期待站上千元价位，渠道利润的增厚除进一步增强渠道推力外，在空白区域亦可吸引优质资源加盟，渠道正循环经营可期。此外，公司未来计划推出 2000 元以上产品进一步巩固品牌力，在营销配套升级背景下公司活力有望持续释放。中长期看，品牌壁垒下公司渠道及产品端的持续改善有望带动估值中枢上移。

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	238.08
一年最低/最高价	97.32/239.87
市净率(倍)	12.06
流通 A 股市值(百万元)	903706.72

基础数据

每股净资产(元)	19.74
资产负债率(%)	17.09
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）：品牌绽放，稳步前行》2020-04-28
2、《五粮液（000858）：改革释能，行稳致远》2020-02-07
3、《五粮液（000858）：旺季量价验证需求，改革红利持续释放》2019-10-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **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 44/36/30X，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	52.79	44.30	35.78	30.10
P/B	12.36	10.62	8.65	7.05
EV/EBITDA	37.77	31.02	24.47	20.16

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