消费升级与娱乐研究中心

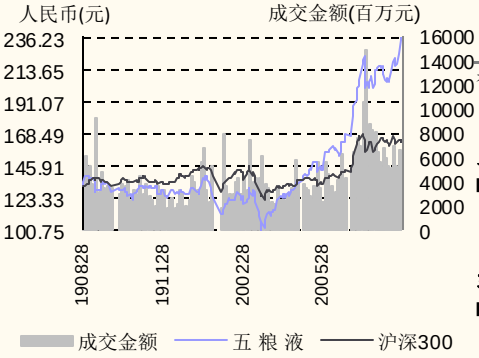
五粮液 (000858.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：238.08 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	38.82
已上市流通 A 股(亿股)	37.96
总市值(亿元)	9,241.33
年内股价最高最低(元)	238.08/205.94
沪深 300 指数	4731
深证成指	13535



相关报告

1.《20 年超预期开门红，浓香龙头改革红利显现-20 年超预期开门红...》，2020.4.28

2.《19 年收入预计超 500 亿，渠道持续改善可期-《2019-12...》，2019.12.22

3.《业绩稳健增长，改革红利持续释放-五粮液 2019 年三季报点评》，2019.10.31

4.《新品顺利切换，中秋放量可期-五粮液 2019 年半年报点评》，2019.9.1

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

业绩基本符合预期，批价上行强化长期优势

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	3.45	4.48	5.24	6.60	8.05
每股净资产(元)	16.36	19.14	22.29	26.25	31.08
每股经营性现金流(元)	3.18	5.95	6.21	7.28	8.69
市盈率(倍)	14.76	29.67	45.40	36.06	29.57
净利润增长率(%)	38.36%	30.02%	16.98%	25.88%	21.95%
净资产收益率(%)	21.08%	23.42%	23.53%	25.15%	25.91%
总股本(百万股)	3,881.61	3,881.61	3,881.61	3,881.61	3,881.61

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 20H1 收入 307.68 亿元，同比+13.32 %，归母净利 108.55 亿元，同比+16.28%；其中 20Q2 收入 105.29 亿元，同比+10.13%，归母净利 31.51 亿元，同比+10.16%，业绩基本符合预期。

经营分析

■ **Q2 收入同增 10%，基本符合预期。**20H1 收入同比+13.32%，20Q2 收入同比+10.13%，20Q2 预收款项（合同负债+其他流动负债）环降 6.89 亿元，考虑预收款项，Q2 实际收入增速为+8.60%。量价角度，20H1 普五出厂价已提升至 889（考虑 19H1 出厂价 789 元，同增+12.7%）。我们认为，上半年五粮液灵活调整发货节奏，收入增长主要由吨价提升贡献。从渠道跟踪来看，20H1 普五发货比例预计为全年 50-55%，发货量略低于去年同期。

■ **Q2 利润同增 10%，盈利能力保持稳定。**20H1 白酒毛利率同比+ 2.11pcts，主要系普五提价带动毛利率改善；销售费用率+0.59pcts，主要为布局疫情后恢复性消费，品牌宣传、氛围营造等终端市场投入有所加大。20Q2 毛利率基本持平，主要系疫情后系列酒需求逐步恢复，占比提升。渠道跟踪反馈，20H1 系列酒增速约 20%-25%。20Q2 净利率同比+0.11pct，其中销售费用率同比-0.57pct；管理费用率同比+0.53pct；营业税金及附加占比-0.39pcts，费用控制水平持续优化。

■ **建议关注长期发展，此轮挺价稳定性更强。**5 月底，五粮液成立新零售管理公司；6 月底，公司对传统经销渠道进行调整，降低的配额将转投新兴渠道。当前，普五批价已上行至 960-970 元，整体渠道库存 1-1.5 个月，终端库存半个月多。此轮挺价不仅依靠灵活调整发货节奏控量保价，更多结合“新增需求开拓（团购、电商、酒交所）+数字化系统优化+品牌投资属性挖掘（数字酒证）”等多方位措施，我们预计中秋发货后，批价有望保持相对稳定，长期价盘和品牌力进一步提升。

■ **中秋放量批价仍可维稳，全年双位数收入目标实现无虞。**20 年公司定调收入实现双位数增长，量增 5-8%。一季度开门红彰显龙头定力，半年任务过半。我们认为五粮液全年目标实现压力不大：1）疫情期间，五粮液彰显了对下游的强议价权，打款保持正常，Q1 整体打款比例约 34%。2）量增 5%-8%的目标在历史上看并不算高。大商 4 月底打款超 60%，6 月底打款超 80%，6 月底发货超 50%。后续有望在稳步发货、稳住批价的同时实现收入增长。3）下半年白酒动销加速回暖，中秋国庆旺季可期，当前渠道和终端库存健康，五粮液有望持续受益于需求的边际改善。

盈利预测

预计 20-22 年收入增长 15%/20%/18%；归母净利润增速 17%/26%/22%；EPS 分别为 5.24/6.60/8.05 元，对应 PE 分别为 45X/36X/30X。

风险提示

疫情不确定性影响需求，宏观经济下行；批价上涨不达预期；行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**30,187**	**40,030**	**50,118**	**57,636**	**69,163**	**81,612**
增长率		32.6%	25.2%	15.0%	20.0%	18.0%
主营业务成本	-8,450	-10,487	-12,802	-14,409	-16,115	-18,281
%销售收入	28.0%	26.2%	25.5%	25.0%	23.3%	22.4%
毛利	21,737	29,543	37,316	43,227	53,048	63,331
%销售收入	72.0%	73.8%	74.5%	75.0%	76.7%	77.6%
营业税金及附加	-3,495	-5,908	-6,984	-7,954	-9,475	-11,099
%销售收入	11.6%	14.8%	13.9%	13.8%	13.7%	13.6%
销售费用	-3,625	-3,778	-4,986	-5,533	-6,570	-7,590
%销售收入	12.0%	9.4%	9.9%	9.6%	9.5%	9.3%
管理费用	-2,269	-2,340	-2,655	-3,043	-3,596	-4,081
%销售收入	7.5%	5.8%	5.3%	5.3%	5.2%	5.0%
研发费用	0	-84	-126	-121	-138	-163
%销售收入	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润（EBIT）	12,348	17,432	22,564	26,576	33,267	40,398
%销售收入	40.9%	43.5%	45.0%	46.1%	48.1%	49.5%
财务费用	891	1,085	1,431	1,461	1,782	2,158
%销售收入	-2.9%	-2.7%	-2.9%	-2.5%	-2.6%	-2.6%
资产减值损失	-6	-11	-4	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	68	101	93	80	100	100
%税前利润	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
营业利润	13,375	18,718	24,246	28,278	35,322	42,839
营业利润率	44.3%	46.8%	48.4%	49.1%	51.1%	52.5%
营业外收支	17	-112	-140	-160	-170	-180
税前利润	13,392	18,607	24,106	28,118	35,152	42,659
利润率	44.4%	46.5%	48.1%	48.8%	50.8%	52.3%
所得税	-3,306	-4,568	-5,878	-6,861	-8,577	-10,409
所得税率	24.7%	24.6%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%
净利润	10,086	14,039	18,228	21,257	26,575	32,250
少数股东损益	412	654	826	900	950	1,000
归属于母公司的净利润	**9,674**	**13,384**	**17,402**	**20,357**	**25,625**	**31,250**
净利率	32.0%	33.4%	34.7%	35.3%	37.0%	38.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	10,086	14,039	18,228	21,257	26,575	32,250
少数股东损益	412	654	826	900	950	1,000
非现金支出	556	574	493	542	616	690
非经营收益	-134	-296	-377	135	117	126
营运资金变动	-742	-1,984	4,767	2,151	950	646
经营活动现金净流	**9,766**	**12,332**	**23,112**	**24,086**	**28,258**	**33,713**
资本开支	-201	-376	-1,607	-1,333	-1,747	-1,356
投资	0	8	-10	-3	-2	-1
其他	0	36	0	80	100	100
投资活动现金净流	**-201**	**-332**	**-1,616**	**-1,256**	**-1,649**	**-1,257**
股权募资	0	1,814	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-3,639	-5,431	-7,252	-8,143	-10,250	-12,500
筹资活动现金净流	**-3,639**	**-3,618**	**-7,252**	**-8,143**	**-10,250**	**-12,500**
现金净流量	**5,926**	**8,383**	**14,244**	**14,687**	**16,359**	**19,955**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	40,592	48,960	63,239	77,926	94,285	114,240
应收款项	11,932	17,134	19,476	22,762	26,736	31,667
存货	10,558	11,795	13,680	14,212	15,894	18,031
其他流动资产	198	221	232	259	290	329
流动资产	63,280	78,110	96,627	115,159	137,205	164,267
%总资产	89.2%	90.7%	90.8%	91.8%	92.4%	93.3%
长期投资	864	921	1,023	1,026	1,028	1,029
固定资产	5,566	5,614	6,921	7,533	8,470	8,932
%总资产	7.8%	6.5%	6.5%	6.0%	5.7%	5.1%
无形资产	533	526	503	509	516	525
非流动资产	7,643	7,984	9,770	10,348	11,264	11,705
%总资产	10.8%	9.3%	9.2%	8.2%	7.6%	6.7%
资产总计	**70,923**	**86,094**	**106,397**	**125,507**	**148,469**	**175,972**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	6,111	6,152	5,970	6,734	7,060	8,021
其他流动负债	9,857	14,556	24,065	29,297	35,607	42,399
流动负债	15,968	20,708	30,035	36,031	42,668	50,420
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	280	267	266	266	266	266
负债	**16,248**	**20,975**	**30,301**	**36,297**	**42,934**	**50,687**
普通股股东权益	**53,334**	**63,487**	**74,291**	**86,505**	**101,880**	**120,630**
其中：股本	3,796	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
未分配利润	37,675	43,803	51,634	63,849	79,223	97,974
少数股东权益	1,340	1,632	1,805	2,705	3,655	4,655
负债股东权益合计	**70,923**	**86,094**	**106,397**	**125,507**	**148,469**	**175,972**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	2.548	3.448	4.483	5.245	6.602	8.051
每股净资产	14.050	16.356	19.139	22.286	26.247	31.077
每股经营现金净流	2.573	3.177	5.954	6.205	7.280	8.685
每股股利	1.300	1.700	2.200	2.098	2.641	3.220
回报率						
净资产收益率	18.14%	21.08%	23.42%	23.53%	25.15%	25.91%
总资产收益率	13.64%	15.55%	16.36%	16.22%	17.26%	17.76%
投入资本收益率	17.01%	20.20%	22.42%	22.52%	23.83%	24.38%
增长率						
主营业务收入增长率	22.99%	32.61%	25.20%	15.00%	20.00%	18.00%
EBIT 增长率	46.12%	41.18%	29.44%	17.78%	25.18%	21.43%
净利润增长率	42.58%	38.36%	30.02%	16.98%	25.88%	21.95%
总资产增长率	14.07%	21.39%	23.58%	17.96%	18.30%	18.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.3	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转天数	428.0	389.0	363.2	360.0	360.0	360.0
应付账款周转天数	114.7	109.5	91.4	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	64.0	48.0	44.5	40.7	37.2	32.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-74.24%	-75.18%	-83.10%	-87.35%	-89.34%	-91.18%
EBIT 利息保障倍数	-13.9	-16.1	-15.8	-18.2	-18.7	-18.7
资产负债率	22.91%	24.36%	28.48%	28.92%	28.92%	28.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH