2020 年 08 月 28 日
公司研究●证券研究报告

五粮液（000858.SZ）

公司快报

上半年经营稳健，全年增长势头足

事件：20H1 实现营业收入 307.68 亿元，同比+13.32%；实现归母净利润 108.55 亿元，同比+16.28%。其中 Q2 实现营业收入 105.29 亿元，同比+10.13%，实现归母净利润 31.51 亿元，同比+10.16%。

投资要点

- **H1 收入业绩增长 13%/16%，经营稳健：**公司 20H1 收入 307.68 亿元（+13.32%），归母净利润 108.55 亿元（+16.28%）。其中 20Q2 单季度实现营收 105.29 亿元（+10.13%），归母净利润 31.51 亿元（+10.16%）。二季度末合同负债 36.19 亿元，同比下降-17%，环比减少 11 个亿左右，推测主要与公司控货和节奏把握有关；Q2 销售收入现金 159.27 亿元，同比+55%，经营性净现金流 23.69 亿元，恢复正常水平。

- **产品结构叠加提价效应提升毛利率，净利率+0.84pct：**公司 20H1 毛利率 74.54%（+0.73pct），其中 Q2 产品的毛利率为 70.71%（+0.6pct），我们预计主要系普五动销良好叠加同比提价的影响，上半年受疫情影响低端酒的场景缺失造成消费下降，高端酒具备的商务宴请属性和送礼属性动销更为良好。费用方面，上半年销售费用 31.84 亿元，同比+20.19%，主要系疫情情况下稳增长以及恢复性阶段加强品宣和终端市场投入所致，销售费用率 10.35%，同比+0.59pct；管理费用率 4.41%，小幅下降 0.39pct；销售净利率 36.96%，同比+0.84pct

- **营销红利逐渐释放，维持全年两位数增长目标：**公司自开启“二次创业“以来，着力补短板、拉长板、升级新动能，五粮液的品牌力、品质力和营销力从过去几年中有了显著的提升。今年公司将持续通过 1+3、4+4 的体系完善价格带产品，物流体系完善，业务数字化整体相结合，实现数字化的深度应用，通过强化渠道的管控，增强市场秩序，保障批价的提升潜力。除此之外，公司今年还在继续完善产能，着力提升产品的包装能力，为后续的发展奠定坚实基础。公司上半年已根据疫情情况，采取积极应对措施，维持全年营收保持两位数以上增长的目标。

- **投资建议：**2020 年为公司十三五的收官之年，也是持续深化改革的关键之年。我们预计公司 20-21 年的 EPS 为 5.30/6.35，当前对应 PE 为 44.9X/37.5X，维持买入-A 评级。

- **风险提示：**终端消费疲软，提价不及预期，相关政策风险

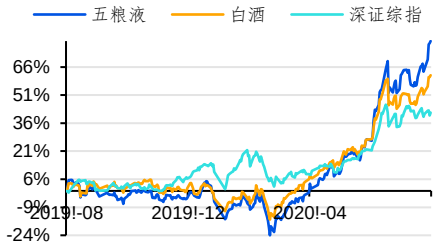
食品饮料 | 白酒 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-27)	238.08 元

交易数据

总市值（百万元）	924,133.23
流通市值（百万元）	903,694.06
总股本（百万股）	3,881.61
流通股本（百万股）	3,795.76
12 个月价格区间	98.63/239.87 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.81	37.64	47.67
绝对收益	11.25	65.08	89.36

分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

报告联系人 王颖洁
wangyingjie@huajinsc.cn
021-20377191

相关报告

五粮液：19 年完美收官，20 年行稳致远 2020-04-28

五粮液：增长强劲，全年 500 亿可期 2019-11-01

五粮液：普五量价齐升，改革势能继续增强 2019-09-01

五粮液：业绩增长靓丽，改革红利持续释放 2019-06-05

五粮液：业绩全面超预期，内外改善渐入佳境 2017-10-31

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,030	50,118	57,670	67,421	78,928
YoY(%)	32.6	25.2	15.1	16.9	17.1
净利润(百万元)	13,384	17,402	20,580	24,657	29,626
YoY(%)	38.4	30.0	18.3	19.8	20.2
毛利率(%)	73.8	74.5	75.0	76.4	77.5
EPS(摊薄/元)	3.45	4.48	5.30	6.35	7.63
ROE(%)	21.6	24.0	24.2	24.1	23.9
P/E(倍)	69.0	53.1	44.9	37.5	31.2
P/B(倍)	14.6	12.4	10.7	9.0	7.4
净利率(%)	33.4	34.7	35.7	36.6	37.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	78110	96627	106949	128964	149744
现金	48960	63239	66089	86125	97623
应收票据及应收账款	16262	14778	20939	20817	28065
预付账款	221	232	314	314	425
存货	11795	13680	15047	16634	18626
其他流动资产	872	4699	4560	5073	5005
非流动资产	7984	9770	10836	12041	13324
长期投资	919	1022	1215	1411	1606
固定资产	5262	6109	7111	8233	9366
无形资产	413	410	393	378	364
其他非流动资产	1390	2230	2116	2019	1988
资产总计	86094	106397	117784	141004	163068
流动负债	20708	30035	28395	33672	32800
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3566	3677	4491	4517	5508
其他流动负债	17142	26357	23904	29154	27292
非流动负债	**267**	**266**	**266**	**266**	**266**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	267	266	266	266	266
负债合计	20975	30301	28661	33938	33066
少数股东权益	1632	1805	2792	3970	5388
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	56923	67726	78693	91838	107629
归属母公司股东权益	63487	74291	86331	103096	124614
负债和股东权益	86094	106397	117784	141004	163068

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	12317	23112	11562	28117	19608
净利润	14039	18228	21567	25836	31043
折旧摊销	563	490	597	727	828
财务费用	-1085	-1431	-1398	-1652	-2016
投资损失	-101	-93	-91	-93	-92
营运资金变动	-1984	4767	-9112	3298	-10154
其他经营现金流	885	1150	0	0	0
投资活动现金流	-332	-1616	-1571	-1839	-2019
筹资活动现金流	-3618	-7252	-7142	-6241	-6092
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	3.45	4.48	5.30	6.35	7.63
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	5.95	2.98	7.24	5.05
每股净资产(最新摊薄)	16.36	19.14	22.24	26.56	32.10

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	40030	50118	57670	67421	78928
营业成本	10487	12802	14436	15921	17720
营业税金及附加	5908	6984	6947	8765	10418
营业费用	3778	4986	5998	6540	7498
管理费用	2340	2655	3114	3641	4183
研发费用	84	126	137	135	158
财务费用	-1085	-1431	-1398	-1652	-2016
资产减值损失	11	-3	-3	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	101	93	91	93	92
营业利润	18718	24246	28673	34317	41210
营业外收入	44	30	35	33	33
营业外支出	155	170	165	166	166
利润总额	18607	24106	28542	34183	41077
所得税	4568	5878	6975	8348	10034
税后利润	14039	18228	21567	25836	31043
少数股东损益	654	826	987	1178	1417
归属母公司净利润	13384	17402	20580	24657	29626
EBITDA	17701	22699	27199	32627	39149

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	32.6	25.2	15.1	16.9	17.1
营业利润(%)	40.0	29.5	18.3	19.7	20.1
归属于母公司净利润(%)	38.4	30.0	18.3	19.8	20.2
获利能力					
毛利率(%)	73.8	74.5	75.0	76.4	77.5
净利率(%)	33.4	34.7	35.7	36.6	37.5
ROE(%)	21.6	24.0	24.2	24.1	23.9
ROIC(%)	20.3	22.5	23.2	23.3	23.2
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	28.5	24.3	24.1	20.3
流动比率	3.8	3.2	3.8	3.8	4.6
速动比率	3.2	2.6	3.1	3.2	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	2.9	3.5	3.5	3.5	3.5
估值比率					
P/E	69.0	53.1	44.9	37.5	31.2
P/B	14.6	12.4	10.7	9.0	7.4
EV/EBITDA	49.5	38.0	31.7	25.8	21.3

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn