

五粮液 (000858.SZ)

改革措施逐步落地，看好公司增长潜力

2020年08月28日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

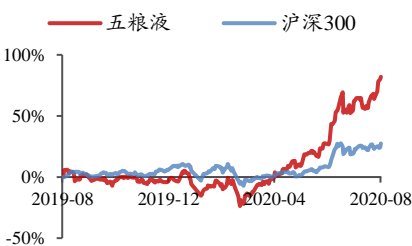
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790120040011

日期	2020/8/28
当前股价(元)	240.50
一年最高最低(元)	244.86/98.63
总市值(亿元)	9,335.27
流通市值(亿元)	9,128.93
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	37.96
近3个月换手率(%)	46.59

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-二次创业再度出发，改革红利持续释放》-2020.5.28

● 公司改革红利不断释放，长期发展潜力充足，维持“买入”评级。

公司发布2020年半年度报告，上半年实现收入307.7亿元，同比+13.3%，归母净利润108.6亿元，同比+16.3%；其中Q2收入105.3亿元，同比+10.1%，归母净利润31.5亿元，同比+10.2%。2020年公司在疫情下精准施策，积极应对，改革持续深化，后续仍会有改革措施逐步落地：公司6月末引导大力发展团购，目前进展良好；产品层面计划推出2000-3000元产品，提升品牌形象，战略性意义重大；系列酒基本梳理完毕，后续恢复弹性较大。我们看好公司长期发展的潜力，维持盈利预测，预计2020-2022 EPS分别为5.26元、6.10元、7.27元，同比分别增长17%、16%、19%，当前股价对应PE分别为46、39、33倍，维持“买入”评级。

● 高端五粮液量价齐升，Q2销售收入实现双位数增长

我们判断Q2高端五粮液收入增速高于10%。系列酒受到疫情影响未能完全销售，叠加产品体系、招商布局仍在梳理，估计增速仍低于整体。二季度以来五粮液系统地推出了一系列稳市场、稳增长的政策措施，抢占消费需求，进一步促进普五市场价格持续稳定提升、实现了高质量销售。

● 预收款下降情理之中，现金流量表现靓丽

公司二季度末预收款环比下降11亿元，主因在于年初经销商回款比较高，叠加6月末公司削减传统渠道配额，二季度末经销商回款下降情理之中。由于应收票据贴现和应收账款融资转化为现金，Q2收到销货现金159亿元，同比增长55.1%，经营净现金流23.7亿元，同比增439.5%。

● 2020Q2毛利率与费用率变化不大，净利率基本持平。

2020Q2毛利率70.7%，同比提升0.5pct，推测主因应是高端五粮液酒占比提升。Q2销售费用率同比下降0.5pct至13.82%，应是部分费用前置在一季度结算；营业税金及附加比率13.9%同比下降0.4pct、管理费用率为5.7%同比提升0.5pct，二者均变化不大属于季度间正常波动。净利率为29.9%，同比提升0.01pct，业绩增速与收入增速基本一致。

风险提示：宏观经济波动导致需求下滑，公司全国化进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,030	50,118	56,383	63,585	72,157
YOY(%)	32.6	25.2	12.5	12.8	13.5
归母净利润(百万元)	13,384	17,402	20,430	23,687	28,212
YOY(%)	38.4	30.0	17.4	15.9	19.1
毛利率(%)	73.8	74.5	78.0	78.7	79.8
净利率(%)	33.4	34.7	36.2	37.3	39.1
ROE(%)	21.6	24.0	24.1	22.9	22.4
EPS(摊薄/元)	3.45	4.48	5.26	6.10	7.27
P/E(倍)	69.7	53.6	45.7	39.4	33.1
P/B(倍)	14.7	12.6	10.8	8.9	7.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	78110	96627	102144	130145	146229
现金	48960	63239	66083	89685	102388
应收票据及应收账款	16262	14778	20142	19238	25451
其他应收款	872	1249	1137	1553	1500
预付账款	221	232	278	297	355
存货	11795	13680	11055	15922	13086
其他流动资产	0	3450	3450	3450	3450
非流动资产	7984	9770	10570	11344	12201
长期投资	919	1022	1189	1374	1561
固定资产	5262	6109	6885	7610	8345
无形资产	413	410	393	378	364
其他非流动资产	1390	2230	2101	1983	1930
资产总计	86094	106397	112713	141489	158430
流动负债	20708	30035	23481	32794	25981
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3566	3677	3356	4315	3933
其他流动负债	17142	26357	20125	28480	22048
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	23747	33061	26247
少数股东权益	1632	1805	2785	3917	5266
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	56923	67726	78478	90911	105747
归属母公司股东权益	63487	74291	86181	104512	126917
负债和股东权益	86094	106397	112713	141489	158430

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	12317	23112	11249	28637	17853
净利润	14039	18228	21410	24819	29562
折旧摊销	563	490	587	692	757
财务费用	-1085	-1431	-1448	-1705	-2183
投资损失	-101	-93	-74	-84	-88
营运资金变动	-1984	4767	-9227	4915	-10195
其他经营现金流	885	1150	0	0	0
投资活动现金流	-332	-1616	-1313	-1383	-1526
资本支出	381	1699	632	591	669
长期投资	8	-10	-168	-183	-187
其他投资现金流	58	72	-849	-976	-1045
筹资活动现金流	-3618	-7252	-7092	-3651	-3624
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	86	0	0	0	0
资本公积增加	1729	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5433	-7252	-7092	-3651	-3624
现金净增加额	8368	14244	2844	23602	12703

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	40030	50118	56383	63585	72157
营业成本	10487	12802	12430	13557	14577
营业税金及附加	5908	6984	7837	8648	9597
营业费用	3778	4986	6089	6994	7432
管理费用	2340	2655	2819	2861	3247
研发费用	84	126	65	92	130
财务费用	-1085	-1431	-1448	-1705	-2183
资产减值损失	11	-3	0	0	0
其他收益	106	160	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	101	93	74	84	88
资产处置收益	5	3	0	0	0
营业利润	18718	24246	28663	33222	39444
营业外收入	44	30	50	50	50
营业外支出	155	170	400	450	400
利润总额	18607	24106	28313	32822	39094
所得税	4568	5878	6904	8003	9532
净利润	14039	18228	21410	24819	29562
少数股东损益	654	826	980	1132	1350
归母净利润	13384	17402	20430	23687	28212
EBITDA	17701	22699	26961	31178	36970
EPS(元)	3.45	4.48	5.26	6.10	7.27

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	32.6	25.2	12.5	12.8	13.5
营业利润(%)	40.0	29.5	18.2	15.9	18.7
归属于母公司净利润(%)	38.4	30.0	17.4	15.9	19.1
获利能力					
毛利率(%)	73.8	74.5	78.0	78.7	79.8
净利率(%)	33.4	34.7	36.2	37.3	39.1
ROE(%)	21.6	24.0	24.1	22.9	22.4
ROIC(%)	20.3	22.5	23.1	22.0	21.5
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	28.5	21.1	23.4	16.6
净负债比率(%)	-74.8	-82.8	-74.0	-82.5	-77.3
流动比率	3.8	3.2	4.4	4.0	5.6
速动比率	3.2	2.6	3.7	3.4	5.0
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.45	4.48	5.26	6.10	7.27
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	5.95	2.90	7.38	4.60
每股净资产(最新摊薄)	16.36	19.14	22.20	26.92	32.70
估值比率					
P/E	69.7	53.6	45.7	39.4	33.1
P/B	14.7	12.6	10.8	8.9	7.4
EV/EBITDA	50.1	38.4	32.3	27.2	22.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn