

中信证券研究部



薛缘
 首席食品饮料
 分析师
 S1010514080007



印高远
 食品饮料分析师
 S1010520070002

核心观点

五粮液元旦&春节需求旺盛，预计公司投放 8000 吨（同增 20%）匹配市场需求，作为数字化系统成熟运作后的第一个春节旺季，公司望贯彻市场导向、精准放量原则，实现价格稳定基础上的快速放量，开门红可期。2021 年，预计公司团购业务再上台阶，批价春节后将逐渐上移，站稳千元、并不断向上突破。长期看，五粮液望实现品牌牵引下的高确定性较快增长，维持“买入”评级。

■ 库存低&需求稳，合理放量匹配需求，预计春节量增乐观。五粮液元旦&春节需求稳健向上，公司为匹配旺季需求&保证市场供应，上周开始加速放货，预计元旦&春节投放约 8000 吨、同增约 20%。目前，经销商库存水平不到 10%、批价 960-980 元。我们认为，2021 年春节是公司数字化系统成熟运作后的第一个春节旺季，在真实全面的数据支撑下，五粮液望继续贯彻市场导向的原则，坚持定向、精准投放，对动销强/库存低的经销商调增计划、对动销弱/库存高的经销商调减计划，实现价格相对稳定基础上的快速放量。我们判断，公司能够实现 2021 年春节旺季销售开门红。

■ 判断 2021 年公司团购再突破&批价稳千元，奠定“十四五”增长根基。2021 年是“十四五”开局之年，亦是五粮液谋求更大突破、打开向上空间的关键之年。我们认为，公司将在 2021 年实现两大核心目标：

① 团购再突破。团购市场不仅是公司的重要增量市场，亦是公司攻克意见领袖、占领品牌高地、实现王者回归的核心渠道。估计 2020 年公司团购占比为 20%左右，2021 年有望继续突破。一方面，公司&经销商共赢团购体系已建立，2020 年经销商反馈良好、积极性边际提升明显，2021 年合作意愿更强、望匹配更多团购资源。另一方面，2021 年公司加速团购建设：包括扩充团购队伍、加大团购资源的配比；推进“大企业团购网络”“五粮液品牌大使”“消费者铁粉 VIP 俱乐部”三项工程建设等，全面加强消费意见领袖和高端消费圈层培育，助力团购更上一层楼。另外，公司团购提价已经落地，亦有效增厚团购收入。

② 批价突破千元。五粮液持续深化改革，2019-2020 年实现了批价的明显提升。展望 2021 年，公司计划继续贯彻以价为本的发展原则，合理调控发货总量&结构、促进渠道量价正循环，推动批价持续向上突破。如上文预判，2021 年春节公司望实现价格相对稳定基础上的快速放量，为全年量增夯实基础；在此背景下，叠加持续投入拉升品牌力，预计五粮液批价将在春节后逐渐上移，站稳千元、并不断向上突破。

■ 预计 2021 年量增价稳，2022 年价增量稳，持续正循环&长期稳健增长。我们认为，虽然 2021 年公司具备提价能力，但综合考虑量价策略，普五传统配额提价概率不高；团购提价已经落地，预计贡献 2%-3%吨价提升。判断 2021 年公司量增 10%左右，高端五粮液放量、团购潜在提价等带来低个位数价格弹性，全年收入同增 12%-14%，归母净利润同增 15%左右。2022 年，在公司批价站稳 1000 元以上的前提下，公司传统配额提价概率极大，同时销量稳增，预计收入/净利润加速增长。更长期看，深化改革下公司行业领袖属性凸显，品牌价值不断突破&组织能力不断增强，已经进入了持续的量价增长正循环，业绩有望持续较快增长，周期性减弱，预计未来 5 年收入增速 CAGR 为 10%-15%，业绩更具弹性。

五粮液	000858
评级	买入（维持）
当前价	287.70 元
总股本	3,882 百万股
近 12 月绝对涨幅	112%

- **风险因素：**疫情反复超预期，白酒行业景气不及预期，改革推进不及预期，食品安全风险。
- **投资建议：**维持 2020-2022 年 EPS 预测为 5.10 元/5.86 元/7.03 元，对应 2020-2022 年 PE 为 56/49/41 倍，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,030.19	50,118.11	57,138.31	64,036.53	73,375.73
营业收入增长率	33%	25%	14%	12%	15%
净利润(百万元)	13,384.25	17,410.47	19,803.03	22,732.21	27,283.48
净利润增长率	38%	30%	14%	15%	20%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.47	4.48	5.10	5.86	7.03
毛利率%	74%	74%	75%	76%	76%
净资产收益率 ROE%	21.08%	23.44%	23.15%	23.10%	23.83%
PE	83	64	56	49	41

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 15 日收盘价

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,030	50,118	57,138	64,037	73,376
营业成本	10,487	12,802	14,285	15,689	17,610
毛利率	73.80%	74.46%	75.00%	75.50%	76.00%
营业税金及附加	5,908	6,984	7,428	8,325	9,539
销售费用	3,778	4,986	6,285	6,724	6,971
营业费用率	9.44%	9.95%	11.00%	10.50%	9.50%
管理费用	2,340	2,655	2,971	3,202	3,302
管理费用率	5.85%	5.30%	5.20%	5.00%	4.50%
财务费用	(1,085)	(1,431)	(1,299)	(1,446)	(1,895)
财务费用率	-2.71%	-2.85%	-2.27%	-2.26%	-2.58%
投资收益	101	93	87	94	91
营业利润	18,718	24,254	27,535	31,645	37,932
营业利润率	46.76%	48.39%	48.19%	49.42%	51.69%
营业外收入	44	30	40	38	36
营业外支出	155	170	118	148	145
利润总额	18,607	24,114	27,457	31,535	37,822
所得税	4,568	5,878	6,737	7,722	9,254
所得税率	24.55%	24.37%	24.54%	24.49%	24.47%
少数股东损益	654	826	917	1,081	1,285
归属于母公司股东的净利润	13,384	17,410	19,803	22,732	27,283
净利率	33.44%	34.74%	34.66%	35.50%	37.18%

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	18,607	24,114	27,457	31,535	37,822
所得税支出	-4,568	-5,878	-6,737	-7,722	-9,254
折旧和摊销	563	490	305	305	305
营运资金的变化	-1,984	4,767	-11,468	-34	-500
其他经营现金流	-301	-381	-1,338	-1,550	-1,991
经营现金流合计	12,317	23,112	8,219	22,535	26,383
资本支出	-381	-1,699	0	0	0
投资收益	101	93	87	94	91
其他投资现金流	-51	-10	0	-1	-1
投资现金流合计	-332	-1,616	87	93	90
发行股票	1,814	0	0	0	0
负债变化	0	0	8,634	-6,865	-1,769
股息支出	-6,599	-8,540	-8,540	-9,859	-11,225
其他融资现金流	1,167	1,288	1,299	1,446	1,895
融资现金流合计	-3,618	-7,252	1,393	-15,278	-11,099
现金及现金等价物净增加额	8,368	14,244	9,699	7,351	15,374

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	48,960	63,239	72,938	80,289	95,663
存货	11,795	13,680	16,395	17,473	19,548
应收账款	16,262	14,778	20,481	22,617	24,617
其他流动资产	1,093	4,931	5,038	5,243	5,523
流动资产	78,110	96,627	114,852	125,622	145,351
固定资产	5,262	6,109	6,128	6,147	6,165
长期股权投资	919	1,022	1,022	1,022	1,022
无形资产	413	410	410	410	410
其他长期资产	1,390	2,230	1,906	1,582	1,258
非流动资产	7,984	9,770	9,465	9,160	8,856
资产总计	86,094	106,397	124,318	134,782	154,207
短期借款	0	0	8,634	1,769	0
应付账款	3,566	3,677	5,110	5,151	5,713
其他流动负债	17,142	26,357	22,031	25,365	28,653
流动负债	20,708	30,035	35,775	32,285	34,366
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	267	266	266	266	266
非流动性负债	267	266	266	266	266
负债合计	20,975	30,301	36,041	32,551	34,633
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683
归属于母公司所有者权益合计	63,487	74,291	85,554	98,427	114,485
少数股东权益	1,632	1,805	2,722	3,803	5,089
股东权益合计	65,119	76,096	88,277	102,230	119,574
负债股东权益总计	86,094	106,397	124,318	134,782	154,207

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	32.61%	25.20%	14.01%	12.07%	14.58%
营业利润增长率	39.96%	29.57%	13.53%	14.93%	19.87%
净利润增长率	38.36%	30.08%	13.74%	14.79%	20.02%
毛利率	73.80%	74.46%	75.00%	75.50%	76.00%
EBITDA Margin	45.20%	46.25%	44.71%	45.78%	47.63%
净利率	33.44%	34.74%	34.66%	35.50%	37.18%
净资产收益率	21.08%	23.44%	23.15%	23.10%	23.83%
总资产收益率	15.55%	16.36%	15.93%	16.87%	17.69%
资产负债率	24.36%	28.48%	28.99%	24.15%	22.46%
所得税率	24.55%	24.37%	24.54%	24.49%	24.47%
股利支付率	49.30%	49.05%	49.79%	49.38%	49.41%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告所载的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。