

2021年06月22日

证券分析师 何长天

执业证号: S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

股东大会点评：渠道、产品结构持续优化，长期发展景气向好

买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	57,321	67,067	78,239	89,977
同比（%）	14.4%	17.0%	16.7%	15.0%
归母净利润（百万元）	19,955	24,119	28,931	34,548
同比（%）	14.7%	20.9%	20.0%	19.4%
每股收益（元/股）	5.14	6.21	7.45	8.90
P/E（倍）	57.81	47.83	39.87	33.39

事件：公司召开2020年股东大会。

投资要点

- **今年目标两位数增速，一季度达成情况良好。**股份公司今年目标保持两位数以上的增长，一季度实现开门红，收入、利润增速均超过20%，我们预期公司能够超额完成目标。
- **强化1+3产品体系，推动经典五粮液发展。**以501为价值标杆，八代五粮液为核心大单品，经典五粮液为高端战略大单品，辅之以定制酒和文化酒，整个产品矩阵完整且清晰。十四五期间，八代两万多吨的投放量不会减少，站稳千元价格带，十四五末经典五粮液投放量要突破一万吨；系列酒要打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个战略大单品。今年经典五粮液目标是2000吨，从回款指标上看目前已经超过一半。
- **加强优势产能建设，通过创新提高名酒率。**新增12万吨原酒使总产能达到20万吨，原酒储存能力十四五期间突破100万吨。浓香的名酒率在20%左右，公司积极推动实现酿酒生产过程的创新、发酵机理研究的创新、行业技术规范和标准的创新以及作坊管理向现代企业转型的创新，通过提高名酒率来提升优质产量。
- **持续深入营销创新，渠道结构优化升级。**公司开年实现营销组织优化，总部建立了团购部，每个大区建立了团购团队。去年建立了6000家直接服务的单位，复购率有明显提升，达到90%。今年希望团购达到30%的水平，目前进展来看团购推进过半。
- **盈利预测与投资评级：**随着渠道发展和市场拓展，我们预测2021-2023年的EPS为6.21/7.45/8.90元。我们预计21-23年公司营收增速17.0%/16.7%/15.0%，归母净利增速20.9%/20.0%/19.4%，对应PE为48/40/33X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反弹，宏观经济消费需求疲软。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	296.87
一年最低/最高价	161.00/357.19
市净率(倍)	12.13
流通A股市值(百万元)	1152281.07

基础数据

每股净资产(元)	24.48
资产负债率(%)	18.87
总股本(百万股)	3881.61
流通A股(百万股)	3881.43

相关研究

- 1、《五粮液(000858)：2020年年报&2021Q1一季报点评：Q1增长景气，渠道结构持续优化》2021-04-30
- 2、《五粮液(000858)：改革愈深，稳中求进》2020-10-30
- 3、《五粮液(000858)：Q2现金流显著改善，全年稳健增长可期》2020-08-28

五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	102,356	131,032	139,453	180,603	营业收入	57,321	67,067	78,239	89,977
现金	68,210	84,631	93,739	123,188	减:营业成本	14,812	16,913	19,661	22,171
应收账款	18,610	24,481	24,863	30,722	营业税金及附加	8,092	9,141	10,161	11,089
存货	13,228	17,496	18,220	22,056	营业费用	5,579	6,352	7,124	7,873
其他流动资产	2,308	4,423	2,630	4,636	管理费用	2,741	2,945	3,181	3,414
非流动资产	11,537	13,547	17,071	19,210	研发费用	131	155	186	209
长期股权投资	1,850	2,767	3,689	4,609	财务费用	-1,486	-1,652	-1,919	-2,390
固定资产	5,867	7,209	10,008	11,320	资产减值损失	-14	0	0	0
在建工程	1,482	1,298	1,171	1,087	加:投资净收益	94	89	94	92
无形资产	434	420	410	401	其他收益	162	125	138	146
其他非流动资产	1,905	1,852	1,794	1,793	资产处置收益	1	3	3	3
资产总计	113,893	144,579	156,524	199,813	营业利润	27,826	33,585	40,267	48,062
流动负债	25,879	41,302	30,476	45,733	加:营业外净收支	-148	-131	-138	-142
短期借款	0	0	0	0	利润总额	27,678	33,454	40,129	47,921
应付账款	4,147	5,068	5,470	6,508	减:所得税费用	6,765	8,177	9,808	11,713
其他流动负债	21,732	36,234	25,007	39,225	少数股东损益	959	1,159	1,390	1,660
非流动负债	256	256	256	256	归属母公司净利润	19,955	24,119	28,931	34,548
长期借款	0	0	0	0	EBIT	25,632	31,161	37,453	44,667
其他非流动负债	256	256	256	256	EBITDA	26,144	31,687	38,152	45,491
负债合计	26,135	41,558	30,732	45,989	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,052	3,211	4,601	6,260	每股收益(元)	5.14	6.21	7.45	8.90
归属母公司股东权益	85,706	99,810	121,191	147,564	每股净资产(元)	22.08	25.71	31.22	38.02
负债和股东权益	113,893	144,579	156,524	199,813	发行在外股份(百万股)	3882	3882	3882	3882
					ROIC(%)	124.1%	190.3%	119.3%	171.1%
					ROE(%)	23.8%	24.5%	24.1%	23.5%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	74.2%	74.8%	74.9%	75.4%
经营活动现金流	14,698	27,227	18,865	38,104	销售净利率(%)	34.8%	36.0%	37.0%	38.4%
投资活动现金流	-1,722	-2,443	-4,127	-2,868	资产负债率(%)	22.9%	28.7%	19.6%	23.0%
筹资活动现金流	-9,213	-8,362	-5,630	-5,786	收入增长率(%)	14.4%	17.0%	16.7%	15.0%
现金净增加额	3,763	16,422	9,108	29,450	净利润增长率(%)	14.7%	20.9%	20.0%	19.4%
折旧和摊销	511	526	699	824	P/E	57.81	47.83	39.87	33.39
资本开支	994	1,092	2,603	1,219	P/B	13.46	11.56	9.52	7.82
营运资本变动	-6,315	3,168	-10,139	3,556	EV/EBITDA	41.60	33.84	27.91	22.79

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>