

## 公司研究

## 稳步增长，蓄力前行

## ——五粮液（000858.SZ）2021年半年报点评

## 要点

**事件：**五粮液2021年上半年实现营收367.52亿元，同比增长19.45%，归母净利润132亿元，同比增长21.60%。Q2单季营收124.27亿元，同比增长18.02%，归母净利润38.77亿元，同比增长23.03%，业绩符合预期。

**主品牌量价齐升，系列酒快速增长。**1) **分产品**，21H1五粮液/系列酒收入271.4/69.6亿，同比增长17.3%/38.6%，五粮液销量/均价同比增长7.2%/9.4%，系列酒销量/均价同比增长29.5%/7.1%。主品牌稳步增长，价格提升主要系今年1月以来普五执行计划内/计划外出厂价、产品结构调整拉升均价。系列酒实现较快增长，销量增速更快估计与去年同期基数较低有关。2) **分渠道**，21H1经销/直销收入271.7/69.4亿，同比增长3.7%/251.0%，经销模式表现相对平稳，直销模式大幅增长主要因团购业务和线上销售增长较为明显。3) **分区域**，21H1东部/南部/西部/北部/中部区域收入同比+15%/+74%/-7%/+66%/+49%，南部、北部、中部地区增速较高主要因去年同期受疫情影响相对较大、基数较低。

**盈利能力稳步上行，费用投放相对稳定。**1) 21H1酒类业务毛利率80.41%，同比上行0.41pct，五粮液/系列酒产品毛利率86.16%/58%，同比提升0.62/2.02pct，系列酒品牌聚焦取得成效，毛利率明显提升。21Q2综合毛利率72.06%，同比提升1.35pct。2) 21Q2销售费用率14.73%，同比提升0.9pct，管理费用率4.69%，同比下降0.96pct，净利率32.67%，同比提升1.23pct。3) 21Q2销售回款150.19亿，同比减少5.7%，经营活动净现金流32.02亿元，同比增加35.1%，估计与银行承兑汇票到期收现增加有关。截至二季度末合同负债63.28亿元，相较一季度末增加13.43亿元，渠道打款备货信心较足。

**普五势能延续，品牌建设蓄力前行。**普五批价一直为市场关注，河南、浙江等渠道反馈目前批价970-990元，较前期出现一定松动，伴随中秋旺季临近、市场投放量增加，价格波动属正常现象，预计后续将维持相对稳定。库存水平维持良性，截至8月底河南等回款进度达到80%，华东等计划内进度60%以上，计划外达到85%以上，经销商打款积极性较高，预期八代全年延续稳步增长节奏。公司7月以来重点发展经典五粮液，锚定意见领袖、培育消费氛围，以提前占位2000元价格带，拔高品牌势能。系列酒方面近期重点发展五粮春，新品提价至200元以上，Q2进行渠道铺设、新品规划，后续系列酒有望成为公司新增长点。

**盈利预测、估值与评级：**维持2021-23年净利润预测246.91/293.97亿/342.08亿，对应EPS分别为6.36/7.57/8.81元，当前股价对应P/E为32/27/23倍，公司具备强品牌力支撑，高质量增长确定性较高，维持“买入”评级。

**风险提示：**高端产品市场反馈不及预期，国内疫情严峻影响旺季销售。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,118	57,321	67,934	79,205	91,071
营业收入增长率	25.20%	14.37%	18.52%	16.59%	14.98%
净利润(百万元)	17,402	19,955	24,691	29,397	34,208
净利润增长率	30.02%	14.67%	23.73%	19.06%	16.37%
EPS(元)	4.48	5.14	6.36	7.57	8.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.42%	23.28%	24.60%	25.08%	25.13%
P/E	46	40	32	27	23
P/B	10.7	9.3	8.0	6.8	5.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-27

## 买入（维持）

当前价：205.68元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003  
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002  
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

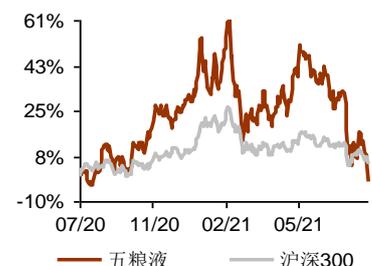
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	38.82
总市值(亿元)	7983.70
一年最低/最高(元)	205.97/357.19
近3月换手率	39.44%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.02	-25.27	-14.52
绝对	-12.50	-34.10	-13.47

资料来源：Wind

## 相关研报

重塑价格标杆，蓄力长期发展——五粮液（000858.SZ）动态跟踪（2021-08-24）  
2020 稳健收官，2021 开局良好——五粮液（000858.SZ）2020 年年报及 2021 年一季报点评（2021-04-28）  
王者归来，价值复兴——五粮液（000858.SZ）投资价值分析报告（2021-01-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	50,118	57,321	67,934	79,205	91,071
营业成本	12,802	14,812	16,401	18,413	20,670
折旧和摊销	438	463	462	556	616
税金及附加	6,984	8,092	9,579	11,168	12,841
销售费用	4,986	5,579	6,454	7,445	8,470
管理费用	2,655	2,610	3,057	3,485	3,916
研发费用	126	131	136	158	182
财务费用	-1,431	-1,486	-1,400	-1,600	-1,700
投资收益	93	94	100	100	100
营业利润	24,246	27,826	34,011	40,520	47,167
利润总额	24,106	27,678	33,966	40,440	47,059
所得税	5,878	6,765	8,288	9,867	11,482
净利润	18,228	20,913	25,679	30,573	35,576
少数股东损益	826	959	988	1,176	1,368
归属母公司净利润	17,402	19,955	24,691	29,397	34,208
EPS(按最新股本计)	4.48	5.14	6.36	7.57	8.81

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	23,112	14,698	33,051	31,242	37,572
净利润	17,402	19,955	24,691	29,397	34,208
折旧摊销	438	463	462	556	616
净营运资金增加	7,017	13,557	5,874	11,708	11,059
其他	-1,744	-19,277	2,025	-10,419	-8,311
投资活动产生现金流	-1,616	-1,722	-2,059	-1,525	-1,500
净资本支出	-1,607	-987	-2,100	-1,550	-1,550
长期投资变化	1,022	1,850	0	0	0
其他资产变化	-1,032	-2,585	41	25	50
融资活动现金流	-7,252	-9,213	-8,515	-10,983	-13,587
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	100	0	0
无息负债变化	9,326	-4,166	11,482	5,965	7,441
净现金流	14,244	3,763	22,478	18,735	22,485

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	74.5%	74.2%	75.9%	76.8%	77.3%
EBITDA 率	46.3%	46.7%	48.6%	49.7%	50.5%
EBIT 率	45.3%	45.8%	48.0%	49.0%	49.8%
税前净利润率	48.1%	48.3%	50.0%	51.1%	51.7%
归母净利润率	34.7%	34.8%	36.3%	37.1%	37.6%
ROA	17.1%	18.4%	18.2%	18.5%	18.5%
ROE (摊薄)	23.4%	23.3%	24.6%	25.1%	25.1%
经营性 ROIC	23.9%	23.0%	26.6%	27.9%	29.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	28%	23%	27%	26%	27%
流动比率	3.22	3.96	3.46	3.51	3.52
速动比率	2.76	3.44	3.00	3.07	3.11
归母权益/有息债务	-	-	1003.82	1171.97	1361.19
有形资产/有息债务	-	-	1405.52	1644.65	1921.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	106,397	113,893	141,140	165,095	192,826
货币资金	63,239	68,210	90,688	109,422	131,907
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	134	41	162	175	186
应收票据	14,643	18,568	19,022	21,385	23,678
其他应收款 (合计)	1,249	36	0	0	0
存货	13,680	13,228	17,191	18,940	20,858
其他流动资产	3,450	2,024	2,024	2,024	2,024
流动资产合计	96,627	102,356	129,462	152,345	179,090
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,022	1,850	1,850	1,850	1,850
固定资产	6,108	5,867	7,436	7,735	8,103
在建工程	811	1,480	1,260	1,620	2,003
无形资产	410	434	524	563	601
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	165	293	293	293	293
非流动资产合计	9,770	11,537	11,677	12,750	13,736
总负债	30,301	26,135	37,717	43,683	51,123
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,258	3,383	4,100	4,603	5,167
应付票据	419	764	820	921	1,033
预收账款	12,531	24	13,587	16,633	20,946
其他流动负债	0	1,117	1,117	1,117	1,117
流动负债合计	30,035	25,879	37,459	43,425	50,865
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	266	256	256	256	256
非流动负债合计	266	256	258	258	258
股东权益	76,096	87,758	103,422	121,413	141,703
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
公积金	18,775	22,381	22,381	22,381	22,381
未分配利润	51,634	59,443	74,120	90,934	109,856
归属母公司权益	74,291	85,706	100,382	117,197	136,119
少数股东权益	1,805	2,052	3,040	4,216	5,584

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.95%	9.73%	9.50%	9.40%	9.30%
管理费用率	5.30%	4.55%	4.50%	4.40%	4.30%
财务费用率	-2.85%	-2.59%	-2.06%	-2.02%	-1.87%
研发费用率	0.25%	0.23%	0.20%	0.20%	0.20%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	2.20	2.58	3.24	3.94	4.58
每股经营现金流	5.95	3.79	8.51	8.05	9.68
每股净资产	19.14	22.08	25.86	30.19	35.07
每股销售收入	12.91	14.77	17.50	20.41	23.46

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	46	40	32	27	23
PB	10.7	9.3	8.0	6.8	5.9
EV/EBITDA	34.4	30.0	24.0	20.1	17.1
股息率	1.1%	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE