

销量和吨价贡献收入提升，业绩略超市场预期

五粮液(000858)

评级:	买入	股票代码:	000858
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	357.19/204.0
目标价格:		总市值(亿)	7,983.69
最新收盘价:	205.68	自由流通市值(亿)	7,983.33
		自由流通股数(百万)	3,881.43

事件概述

2021H1 实现收入 367.52 亿元，同比+19.45%；归母净利 132.00 亿元，同比+21.60%；扣非归母净利 131.34 亿元，同比+20.90%；合同负债 63.28 亿元，同比+74.86%。其中，2021Q2 实现收入 124.27 亿元，同比+18.02%；归母净利 38.77 亿元，同比+23.03%；扣非归母净利 38.15 亿元，同比+21.71%；合同负债 13.43 亿元，去年同期-11.50 亿元。收入符合市场预期，业绩略超市场预期。

分析判断:

► 销量+吨价贡献收入提升。

2021H1 公司白酒业务实现收入 341.02 亿元，同比+21.07%。分产品来看，2021H1 五粮液/系列酒产品分别实现收入 271.38/69.64 亿元，同比+17.27%/+38.57%；销量分别同比+7.22%/+29.45%；吨价分别同比+9.37%/+7.05%。收入提升一方面由于年初至今五粮液产品批价提升，公司执行计划外出厂价提高了吨价水平；另一方面公司大力推动系列酒产品品牌升级，系列酒产品销量和吨价同比都有较大幅度提升。分区域来看，2021H1 东部/南部/西部/北部/中部分别实现收入 99.36/37.36/99.45/46.27/58.59 亿元，分别同比+15.13%/+73.63%/-6.82%/+65.93%/+49.29%；经销商数量分别净+20/-6/-1/+5/+3 家。中部、南部和北部销售收入大幅增加主因去年上半年受疫情影响程度相对较大，基数较低。

► 毛利率微增+费用率微降盈利能力略有提升。

2021H1 公司整体毛利率 74.96%，同比+0.42pct；白酒业务毛利率 80.41%，同比+0.14pct；五粮液/系列酒毛利率分别为 86.16%/58.00%，分别同比+0.62/2.01pct。其中，2021Q2 公司整体毛利率 72.06%，同比+1.35pct。上半年公司整体毛利率仅有微增主因系列酒销售量占比提升。虽然促销费用（H1 同比+10.60%）和公司综合费用（H1 同比+24.27%）增加，但是由于公司销售收入提升幅度较大，因此 H1 销售/管理费用率 9.67%/4.17%，同比-0.68/-0.04pct；其中 Q2 销售/管理费用率 14.73%/4.69%，同比+0.91/-0.96pct。毛利率微增+费用率微降，因此 H1 公司净利率 37.67%，同比+0.71pct。其中 Q2 净利率 32.67%，同比+1.23pct，主因管理费用率同比下滑。

2021H1 合同负债 63.28 亿元，同比+74.86%，环比-26.58%，环比下滑主因二季度为销售淡季预收账款环比下降。销售收现 360.85 亿元，同比+26.11%，主因营业收入和合同负债增加。经营活动现金流量净额 87.07 亿元，同比+645.42%，主要来源于销售收现的增加。

► 全年量增+普五结构性提价+产品结构提升全年业绩有望超预期。

年初至今五粮液动销一直保持良好的态势，渠道发货进度加快，根据今日酒价的数据，普五批价从 950 元左右提升至 980-1000 元。一方面由于实现了渠道顺价，经销商打款积极，计划外 999 出厂价的配额逐渐提升。另一方面，公司今年推出的超高端新品经典五粮液销量有望超过千吨。我们判断全年量增+普五结构性提价带动整体收入提升+产品结构提升有望带动公司全年整体收入业绩平稳向上增长。

投资建议

展望下半年和明年，疫情逐步消退，需求逐步恢复，高端酒依然量价齐升逻辑不变基础上将在需求提振作用下继续动销加强，当前时点我们持续看好公司基本面的确定性和长期空间！因此我们略上调公司盈利预测。

我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 675.0/787.5/909.2 亿元，同比+17.8%/+16.7%/+15.4%；实现归母净利润 237.7/281.6/331.0 亿元，同比+19.1%/+18.5%/+17.6%，上次预测同比+18.1%/+17.8%/+17.3%；EPS 分别为 6.12/7.25/8.53 元，当前股价对应估值分别为 33.6/28.4/24.1 倍。维持“买入”评级。

风险提示

①疫情持续超预期；②经济下行导致需求减弱；③食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,118	57,321	67,496	78,750	90,915
YoY (%)	25.2%	14.4%	17.8%	16.7%	15.4%
归母净利润(百万元)	17,402	19,955	23,771	28,160	33,104
YoY (%)	30.0%	14.7%	19.1%	18.5%	17.6%
毛利率 (%)	74.5%	74.2%	75.0%	75.8%	76.3%
每股收益 (元)	4.48	5.14	6.12	7.25	8.53
ROE	23.4%	23.3%	24.1%	24.5%	24.6%
市盈率	45.88	40.01	33.59	28.35	24.12

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	57,321	67,496	78,750	90,915	净利润	20,913	24,749	29,334	34,483
YoY (%)	14.4%	17.8%	16.7%	15.4%	折旧和摊销	511	1,616	900	1,043
营业成本	14,812	16,868	19,096	21,566	营运资金变动	-6,315	-4,074	-4,206	-4,615
营业税金及附加	8,092	9,517	11,025	12,728	经营活动现金流	14,698	22,311	26,068	30,902
销售费用	5,579	6,412	7,442	8,455	资本开支	-987	-963	-866	-872
管理费用	2,610	3,172	3,662	4,091	投资	-735	0	0	0
财务费用	-1,486	-1,023	-1,379	-1,849	投资活动现金流	-1,722	-862	-748	-736
资产减值损失	-14	0	0	0	股权募资	15	0	0	0
投资收益	94	101	118	136	债务募资	0	0	0	0
营业利润	27,826	32,690	39,065	46,110	筹资活动现金流	-9,213	-10,869	-11,645	-13,586
营业外收支	-148	-126	-161	-132	现金净流量	3,763	10,580	13,674	16,581
利润总额	27,678	32,564	38,904	45,978					
所得税	6,765	7,815	9,570	11,494	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	20,913	24,749	29,334	34,483	成长能力				
归属于母公司净利润	19,955	23,771	28,160	33,104	营业收入增长率	14.4%	17.8%	16.7%	15.4%
YoY (%)	14.7%	19.1%	18.5%	17.6%	净利润增长率	14.7%	19.1%	18.5%	17.6%
每股收益	5.14	6.12	7.25	8.53	盈利能力				
					毛利率	74.2%	75.0%	75.8%	76.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	36.5%	36.7%	37.2%	37.9%
货币资金	68,210	78,790	92,464	109,045	总资产收益率 ROA	17.5%	18.4%	18.9%	19.5%
预付款项	247	354	412	466	净资产收益率 ROE	23.3%	24.1%	24.5%	24.6%
存货	13,228	16,174	19,358	23,044	偿债能力				
其他流动资产	20,671	23,392	25,882	27,082	流动比率	3.96	4.30	4.75	5.42
流动资产合计	102,356	118,710	138,117	159,637	速动比率	3.43	3.70	4.07	4.63
长期股权投资	1,850	1,850	1,850	1,850	现金比率	2.64	2.86	3.18	3.71
固定资产	5,867	4,494	3,698	2,759	资产负债率	22.9%	21.5%	19.7%	17.5%
无形资产	434	538	602	675	经营效率				
非流动资产合计	11,537	10,764	10,572	10,275	总资产周转率	0.50	0.52	0.53	0.54
资产合计	113,893	129,474	148,689	169,911	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	5.14	6.12	7.25	8.53
应付账款及票据	4,147	4,230	4,567	5,143	每股净资产	22.08	25.40	29.66	34.69
其他流动负债	21,732	23,350	24,539	24,287	每股经营现金流	3.79	5.75	6.72	7.96
流动负债合计	25,879	27,580	29,106	29,430	每股股利	0.00	2.80	3.00	3.50
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	256	256	256	256	PE	40.01	33.59	28.35	24.12
非流动负债合计	256	256	256	256	PB	13.22	8.10	6.93	5.93
负债合计	26,135	27,836	29,362	29,686					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882					
少数股东权益	2,052	3,030	4,203	5,583					
股东权益合计	87,758	101,638	119,327	140,225					
负债和股东权益合计	113,893	129,474	148,689	169,911					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。