

五粮液 (000858.SZ)

停货挺价扰动 Q2 收入增长，双轮驱动蓄势待发

核心观点:

- **产品结构优化+渠道持续改革，确保业绩高质量增长。**公司发布 2021 年半年报，公告 21H1 营业收入为 367.52 亿元，同比增长 19.45%；归母净利润为 132.00 亿元，同比增长 21.60%；扣非归母净利润为 131.34 亿元，同比增长 20.90%，业绩增速略超预期。分品类看，21H1 公司五粮液/系列酒产品收入分别为 271.38 亿元/69.64 亿元，同比分别增长 17.27%/38.57%，吨价分别提升 9.37%/7.05%。分渠道看，21H1 公司直销渠道同比收入增速达 251.01%，较 2020 年末占比酒类收入提升 6.88 pct 至 20.34%。公司 21H1 合同负债同比提升 74.86% 至 63.28 亿元。公司 21H1 毛利率同比提升 0.42 PCT 至 74.96%，净利率同比提升 0.71 PCT 至 37.67%。公司产品线在聚焦的基础上不断升级，在渠道动销旺盛情况下主动调控，渠道信心显著增强。
- **2021 年收入目标双位数增长，有望保持稳健增长。**公司 2021 年收入目标为保持两位数以上增长。受益于千元价格带白酒扩容，公司有望迎来量价齐升，普五渠道动销旺盛，叠加渠道改革下经销商销售积极性提升，销量有望加速增长。价格方面，经典五粮液导入以及直销占比提升推动单价上涨。公司自“二次创业”以来，品牌势能不断提升，产品结构持续优化，渠道管控能力显著增强，收入、业绩有望保持稳健增长。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 21-23 年公司收入分别为 688.40/815.19/952.39 亿元，同比增长 20.10%/18.42%/16.83%，归母净利润分别为 240.82/290.73/345.49 亿元，同比增长 20.68%/20.72%/18.84%，EPS 分别为 6.20/7.49/8.90 元/股，按最新收盘价对应 PE 为 33/27/23 倍。考虑公司成长性及可比公司估值，给予 21 年 40 倍 PE 估值，合理价值为 248.2 元/股，维持买入评级。
- **风险提示。**宏观经济增长不达预期，批价波动超预期，食品安全风险。

盈利预测:

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 50,118 | 57,321 | 68,840 | 81,519 | 95,239 |
| 增长率 (%) | 25.2 | 14.4 | 20.1 | 18.4 | 16.8 |
| EBITDA (百万元) | 23,054 | 26,608 | 32,421 | 39,118 | 46,474 |
| 归母净利润 (百万元) | 17,402 | 19,955 | 24,082 | 29,073 | 34,549 |
| 增长率 (%) | 30.0 | 14.7 | 20.7 | 20.7 | 18.8 |
| EPS (元/股) | 4.48 | 5.14 | 6.20 | 7.49 | 8.90 |
| 市盈率 (P/E) | 29.67 | 56.77 | 33.15 | 27.46 | 23.11 |
| ROE (%) | 23.4 | 23.3 | 24.6 | 26.0 | 27.1 |
| EV/EBITDA | 19.65 | 40.01 | 22.08 | 17.98 | 14.80 |

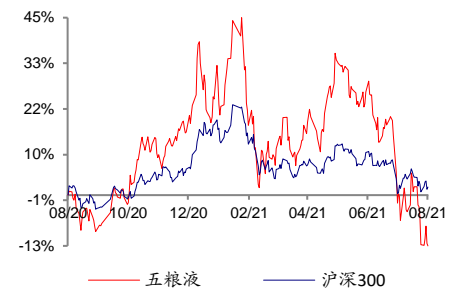
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 205.68 元 |
| 合理价值 | 248.2 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2021-08-29 |

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

袁少州



SAC 执证号: S0260520070004



021-38003629



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意, 袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

五粮液 (000858.SZ):20 年 2021-04-29

稳健收官, 21Q1 业绩加速迎

开门红

五粮液 (000858.SZ):高端 2020-10-30

酒放量增长叠加系列酒恢

复, 20Q3 收入加速

五粮液 (000858.SZ):Q2 收 2020-08-30

入业绩增速保持稳健, 全年

有望实现双位数增长目标

公司发布2021年半年度报告，公告21H1营业收入为367.52亿元，同比增长19.45%；归母净利润为132.00亿元，同比增长21.60%；扣非归母净利润为131.34亿元，同比增长20.90%。其中，21Q2营业收入为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%；扣非归母净利润为38.15亿元，同比增长21.71%。业绩增速略超预期。我们点评如下：

一、产品结构优化+渠道改革持续，业绩高质量增长

公司21H1营业收入为367.52亿元，同比增长19.45%，同19H1相比增长35.36%。其中，21Q2营业收入为124.27亿元，同比增长18.02%，同19Q2相比增长29.98%。我们认为收入增长主要原因是：（1）分产品来看，21H1五粮液产品收入271.38亿元，同比增长17.27%，其中销量提升7.22%，吨价增长9.37%至167.63万元/吨。21H1系列酒产品收入69.64亿元，同比增长38.57%，其中销量提升29.45%，吨价增长7.05%至6.84万元/吨。五粮液产品预计受益于八代五粮液的动销快速增长带动销量提升，以及经典五粮液的市场导入推动单价增长。系列酒产品预计主要受益于五粮浓香公司聚焦大单品销量增长迅速，以及公司对尖庄、五粮春等主要品牌升级带来吨价提升。（2）分渠道来看，直销模式高速增长提升吨价。21H1公司包括团购和线上在内的直销模式同比收入增速达251.01%，较2020年末占比酒类收入提升6.88 pct至20.34%。公司持续巩固经销渠道，加大力度拓展团购渠道，借助不断深入的数字化营销工具，对市场动销、库存的掌控力度进一步增强。

公司21H1销售商品、提供劳务收到的现金360.85亿元，同比增长26.11%，相比19H1增长29.04%；其中21Q2为150.19亿元，同比下降5.70%，同19Q2相比增长46.28%。公司21H1合同负债同比提升74.86%至63.28亿元，同19H1相比提升45.33%。21H1经营活动现金流量净额87.07亿元，同比提升645.42%。公司现金流保持良性状态，Q2销售商品、提供劳务收到的现金同比下滑，我们认为与公司主动控货挺价有关。报告期内，公司持续推动优化量价关系和优化产品市场投放量，坚定不移建立长效的产品价格机制，提升渠道的积极性和有序性。预收款较快增长，体现出公司渠道改革初见成效，旺盛动销下渠道信心显著增强。

公司21H1归母净利润为132.00亿元，同比增长21.60%，同19H1相比增长35.36%；扣非归母净利润为131.34亿元，同比增长20.90%，同19H1相比增长39.80%。其中，21Q2归母净利润38.77亿元，同比增长23.03%，同19Q2相比增长35.53%；21Q2扣非归母净利润38.15亿元，同比增长21.71%，同19Q2相比增长33.67%。公司21H1毛利率同比提升0.42 PCT至74.96%。公司21H1期间费用率同比下降0.62 PCT至11.72%，其中销售费用率同比下降0.68 PCT至9.67%，管理费用率同比下降0.02 PCT至4.39%。公司21H1净利率同比提升0.71 PCT至37.67%，税金及附加占比提升0.32 PCT至13.83%。公司毛利率、净利率平稳提升，主要由于公司在渠道动销旺盛情况下，主动调控渠道确保批价平稳，蓄力未来平稳增长。

二、2021 年收入目标双位数增长，有望保持稳健增长

公司2021年收入目标为保持两位数以上的增长，我们认为受益于千元价格带白酒扩容，公司五粮液产品有望量价齐升，保障公司实现目标。销量方面：（1）普五渠道动销旺盛，真实需求强劲；（2）渠道批价较为平稳，公司营造良性发展预期，推动经销商销售积极性，有望贡献增量。价格方面：（1）经典五粮液按计划完成市场导入，有望提升整体产品单价；（2）公司目前管理改善明显，渠道结构更加合理，企业团购占比提升后公司对于一批价的管控力度也有所加强，推动单价进一步提升。

公司自“二次创业”以来，管理不断改善，品牌上通过各类活动彰显“大国浓香”的定位，品牌力获得提升；产品上聚焦核心产品五粮液，精简系列酒，优化产品结构；渠道上通过数字化赋能、加大团购渠道力度等方式提升渠道控制力和精细化管理能力。我们认为，随公司管理的进一步改善，公司未来收入、业绩有望保持稳健增长。

三、盈利预测

我们预计21-23年公司收入分别为688.40/815.19/952.39亿元，同比增长20.10%/18.42%/16.83%，归母净利润分别为240.82/290.73/345.49亿元，同比增长20.68%/20.72%/18.84%，EPS分别为6.20/7.49/8.90元/股，按最新收盘价对应PE为33/27/23倍。考虑公司成长性及可比公司估值，给予21年40倍PE估值，合理价值为248.2元/股，维持买入评级。

四、风险提示

宏观经济增长不达预期。若宏观经济增长不达预期，则可能影响公司产品需求，导致收入、业绩不达预期。

批价波动超出预期。若批价波动超出预期，则影响公司产品价盘，不利于公司收入增长的稳定性。

食品安全风险。如出现食品安全问题，则对公司销量有较大影响。

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 96,627 | 102,356 | 123,178 | 141,728 | 164,613 |
| 货币资金 | 63,239 | 68,210 | 82,385 | 94,887 | 110,621 |
| 应收及预付 | 15,010 | 18,857 | 21,958 | 26,256 | 30,561 |
| 存货 | 13,680 | 13,228 | 16,209 | 18,069 | 20,746 |
| 其他流动资产 | 4,699 | 2,061 | 2,625 | 2,516 | 2,684 |
| 非流动资产 | 9,770 | 11,537 | 11,980 | 12,426 | 12,871 |
| 长期股权投资 | 1,022 | 1,850 | 1,850 | 1,850 | 1,850 |
| 固定资产 | 6,109 | 5,867 | 5,625 | 5,384 | 5,143 |
| 在建工程 | 812 | 1,482 | 2,152 | 2,821 | 3,491 |
| 无形资产 | 410 | 434 | 448 | 466 | 483 |
| 其他长期资产 | 1,417 | 1,905 | 1,905 | 1,905 | 1,905 |
| 资产总计 | 106,397 | 113,893 | 135,158 | 154,155 | 177,484 |
| 流动负债 | 30,035 | 25,879 | 33,905 | 37,432 | 43,553 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 16,208 | 4,170 | 10,566 | 10,014 | 12,433 |
| 其他流动负债 | 13,827 | 21,708 | 23,339 | 27,418 | 31,120 |
| 非流动负债 | 266 | 256 | 256 | 256 | 256 |
| 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 |
| 负债合计 | 30,301 | 26,135 | 34,161 | 37,688 | 43,809 |
| 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 |
| 留存收益 | 67,726 | 79,142 | 91,224 | 105,297 | 120,846 |
| 归属母公司股东权益 | 74,291 | 85,706 | 97,788 | 111,861 | 127,410 |
| 少数股东权益 | 1,805 | 2,052 | 3,209 | 4,606 | 6,265 |
| 负债和股东权益 | 106,397 | 113,893 | 135,158 | 154,155 | 177,484 |

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 50,118 | 57,321 | 68,840 | 81,519 | 95,239 |
| 营业成本 | 12,802 | 14,812 | 17,034 | 19,386 | 22,104 |
| 营业税金及附加 | 6,984 | 8,092 | 9,720 | 11,509 | 13,447 |
| 销售费用 | 4,986 | 5,579 | 6,884 | 8,152 | 9,524 |
| 管理费用 | 2,655 | 2,610 | 2,960 | 3,505 | 3,810 |
| 研发费用 | 126 | 131 | 158 | 187 | 218 |
| 财务费用 | -1,431 | -1,486 | -1,431 | -1,684 | -1,952 |
| 资产减值损失 | -3 | -14 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 93 | 94 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 24,246 | 27,826 | 33,652 | 40,626 | 48,278 |
| 营业外收支 | -140 | -148 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 24,106 | 27,678 | 33,652 | 40,626 | 48,278 |
| 所得税 | 5,878 | 6,765 | 8,413 | 10,157 | 12,070 |
| 净利润 | 18,228 | 20,913 | 25,239 | 30,470 | 36,209 |
| 少数股东损益 | 826 | 959 | 1,157 | 1,397 | 1,660 |
| 归属母公司净利润 | 17,402 | 19,955 | 24,082 | 29,073 | 34,549 |
| EBITDA | 23,054 | 26,608 | 32,421 | 39,118 | 46,474 |
| EPS (元) | 4.48 | 5.14 | 6.20 | 7.49 | 8.90 |

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营活动现金流 | 23,112 | 14,698 | 26,956 | 28,287 | 35,517 |
| 净利润 | 18,228 | 20,913 | 25,239 | 30,470 | 36,209 |
| 折旧摊销 | 490 | 511 | 337 | 338 | 338 |
| 营运资金变动 | 4,767 | -6,315 | 1,380 | -2,522 | -1,030 |
| 其它 | -373 | -411 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -1,616 | -1,722 | -781 | -785 | -783 |
| 资本支出 | -1,607 | -987 | -781 | -785 | -783 |
| 投资变动 | -10 | -735 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -7,252 | -9,213 | -12,000 | -15,000 | -19,000 |
| 银行借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -7,252 | -9,228 | -12,000 | -15,000 | -19,000 |
| 现金净增加额 | 14,244 | 3,763 | 14,176 | 12,502 | 15,734 |
| 期初现金余额 | 48,889 | 63,204 | 68,210 | 82,385 | 94,887 |
| 期末现金余额 | 63,139 | 66,967 | 82,385 | 94,887 | 110,621 |

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 25.2% | 14.4% | 20.1% | 18.4% | 16.8% |
| 营业利润增长 | 29.5% | 14.8% | 20.9% | 20.7% | 18.8% |
| 归母净利润增长 | 30.0% | 14.7% | 20.7% | 20.7% | 18.8% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 74.5% | 74.2% | 75.3% | 76.2% | 76.8% |
| 净利率 | 36.4% | 36.5% | 36.7% | 37.4% | 38.0% |
| ROE | 23.4% | 23.3% | 24.6% | 26.0% | 27.1% |
| ROIC | 22.4% | 22.5% | 23.8% | 25.0% | 25.9% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 28.5% | 22.9% | 25.3% | 24.4% | 24.7% |
| 净负债比率 | 39.8% | 29.8% | 33.8% | 32.4% | 32.8% |
| 流动比率 | 3.22 | 3.96 | 3.63 | 3.79 | 3.78 |
| 速动比率 | 2.75 | 3.43 | 3.15 | 3.29 | 3.29 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.47 | 0.50 | 0.51 | 0.53 | 0.54 |
| 应收账款周转率 | 372.76 | 1,381.36 | 726.30 | 862.66 | 811.86 |
| 存货周转率 | 3.66 | 4.33 | 4.25 | 4.51 | 4.59 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 4.48 | 5.14 | 6.20 | 7.49 | 8.90 |
| 每股经营现金流 | 5.95 | 3.79 | 6.94 | 7.29 | 9.15 |
| 每股净资产 | 19.14 | 22.08 | 25.19 | 28.82 | 32.82 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 29.67 | 56.77 | 33.15 | 27.46 | 23.11 |
| P/B | 6.95 | 13.22 | 8.16 | 7.14 | 6.27 |
| EV/EBITDA | 19.65 | 40.01 | 22.08 | 17.98 | 14.80 |

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。
- 王思洋：经济学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼 | 香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。