

2021年08月29日

五粮液 (000858.SZ)

公司快报

食品饮料 | 白酒 III

投资评级

买入-A(维持)

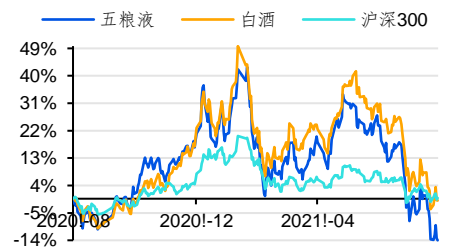
股价(2021-08-27)

205.68 元

交易数据

总市值(百万元)	798,369.13
流通市值(百万元)	798,333.18
总股本(百万股)	3,881.61
流通股本(百万股)	3,881.43
12个月价格区间	204.00/357.19 元

一年股价表现



资料来源: WIND 数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.49	-36.66	-18.59
绝对收益	-11.02	-34.73	-12.77

分析师

周蓉

 SAC 执业证书编号: S0910520030001
 zhourong@huajinsec.com

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号: S0910519110001
 chenchenzhi@huajinsec.com
 021-20377051

相关报告

- 五粮液: 业绩稳健, 控货挺价效果显现
2020-10-30
- 五粮液: 上半年经营稳健, 全年增长势头足
2020-08-28
- 五粮液: 19 年完美收官, 20 年行稳致远
2020-04-28
- 五粮液: 增长强劲, 全年 500 亿可期
2019-11-01
- 五粮液: 普五量价齐升, 改革势能继续增强
2019-09-01

21H1 收入利润稳定增长, 实现全年业绩目标可期

事件: 公司公布 2021 年半年报, 21H1 实现营业收入 367.52 亿元, 同比增长 19.4%。实现归属净利润 132.0 亿元, 同比增长 21.6%; 其中 21Q2 实现营业收入 124.27 亿元, 同比增长 18.0%, 实现归属净利润 38.77 亿元, 同比增长 23.0%。

投资要点

- ◆ **21H1 收入实现稳增, 白酒收入 20% 以上增长。** 2021H1/Q2 公司营收分别为 367.52/124.27 亿元, 同比+19.4%/18.0%。1) 分产品看, 21H1 酒类收入为 341.02 亿元, 同比+21.1%, 五粮液/系列酒产品分别实现营收 271.38/69.64 亿元, 同比+17.27%/38.57%, 销量方面, 五粮液/系列酒产品分别实现销量 1.62 万吨/10.19 万吨, 同比+7.22%/29.45%。2) 分区域看, 东部/南部/西部/北部/中部分别实现营收 99.36/37.36/99.45/46.27/58.59 亿元, 同比 15.13%/+73.63%/-6.82%/+65.93%/+49.29%, 南部、北部及中部区域低基数背景下, 收入实现高增; 3) 分渠道看, 经销/直销模式分别实现营收 271.67/69.35 亿元, 同比+3.72%/251.01%, 团购和线上业务销售增加导致直销渠道收入高增。同时上半年公司经销商共计 2933 家, 五粮液经销商 2323 家, 其中东部地区增加经销商 20 家。今年二季度以来普五批价保持在千元左右, 提升节奏较为平稳, 上半年动销情况超预期; 公司 7 月开始重点发力经典五粮液, 目前建议零售价 2899 元/瓶, 要求团购成交价 2600 元/瓶, 目前经典五粮液按计划完成导入, 重点打造高地市场。同时 7 月线上销售数据显示, 五粮液 7 月均价+46.1%, 均价提升明显, 产品结构进一步升级, 与公司实现高质量发展的目标一致。
- ◆ **21H1 毛利率稳步提升, 合同负债环比增长。** 21H1 公司毛利率为 74.96%, 同比+0.42pcts, 其中酒类毛利率为 80.41%, 同比+0.14pcts。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 9.67%/4.17%/-2.33%, 同比-0.68%/-0.04%/+0.08 pcts, 21H1 公司净利率为 35.92%, 同比+0.64 pcts; 21Q2 公司毛利率为 72.06%, 同比+1.35 pcts, 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 14.73%/4.69%/-3.25%, 同比+0.91/-0.96/+0.01 pcts, 21Q2 公司净利率为 31.20%, 同比+1.27 pcts。公司盈利能力稳定向好。21Q2 公司合同负债为 63.28 亿元, 环比 21Q1+13.43 亿元, 经销商打款积极。
- ◆ **公司产品体系清晰, 长期高质量发展可期。** 公司未来普五单品地位稳固, 将在千元价格带形成护城河, 保障经典五粮液的提前布局。经典五粮液作为价格标杆, 有助于缓解普五量价平衡压力, 且能够进一步打开价格天花板, 推动普五价格上行。普五与经典相辅相成, 有望共同推动公司发展。同时公司产品思路更清晰, 数字化营销和渠道管理不断显效, 坚持“高质量发展”, 持续看好公司长期发展。
- ◆ **投资建议:** 我们给予公司盈利预测: 2021-2023 年营业收入分别为 676.74/784.89/905.64 元, 同比增长 18.1%/16.0%/15.4%。归母净利润 243.79/287.72/338.50 亿元, 同比增长 22.2%/18.0%/17.6%。对应 EPS 分别为

6.28/7.41/8.72 元，维持公司“买入-A”评级。

- ◆ **风险提示：**局部地区疫情反复；价格走势不及预期；新品推广不及预期；经济基本面影响白酒消费；食品安全问题等。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,118	57,321	67,674	78,489	90,564
YoY(%)	25.2	14.4	18.1	16.0	15.4
净利润(百万元)	17,402	19,955	24,379	28,772	33,850
YoY(%)	30.0	14.7	22.2	18.0	17.6
毛利率(%)	74.5	74.2	75.0	76.0	76.8
EPS(摊薄/元)	4.48	5.14	6.28	7.41	8.72
ROE(%)	24.0	23.8	24.7	24.3	23.7
P/E(倍)	45.9	40.0	32.7	27.7	23.6
P/B(倍)	10.7	9.3	8.0	6.7	5.6
净利率(%)	34.7	34.8	36.0	36.7	37.4

数据来源：WIND 数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	96627	102356	130990	137888	177306	营业收入	50118	57321	67674	78489	90564
现金	63239	68210	88059	93632	123091	营业成本	12802	14812	16928	18844	20969
应收票据及应收账款	14778	18610	20808	24909	27841	营业税金及附加	6984	8092	9136	10596	12226
预付账款	232	247	333	334	438	营业费用	4986	5579	6587	7639	8814
存货	13680	13228	17524	16709	21384	管理费用	2655	2610	3081	3573	4123
其他流动资产	4699	2061	4266	2304	4551	研发费用	126	131	155	180	207
非流动资产	9770	11537	13603	15459	17353	财务费用	-1431	-1486	-1715	-1983	-2399
长期投资	1022	1850	2773	3695	4617	资产减值损失	-3	-14	0	0	0
固定资产	6109	5867	7253	8388	9450	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	410	434	420	410	401	投资净收益	93	94	94	94	94
其他非流动资产	2230	3387	3157	2966	2886	营业利润	24246	27826	33758	39895	46878
资产总计	106397	113893	144593	153347	194658	营业外收入	30	41	37	38	38
流动负债	30035	25879	41048	29174	44702	营业外支出	170	189	182	184	184
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	24106	27678	33613	39748	46732
应付票据及应付账款	3677	4147	4795	5159	5917	所得税	5878	6765	8067	9598	11262
其他流动负债	26357	21732	36253	24015	38784	税后利润	18228	20913	25546	30150	35471
非流动负债	266	256	256	256	256	少数股东损益	826	959	1166	1378	1621
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	17402	19955	24379	28772	33850
其他非流动负债	266	256	256	256	256	EBITDA	22699	26144	31844	37732	44263
负债合计	30301	26135	41304	29430	44958	主要财务比率					
少数股东权益	1805	2052	3219	4597	6218	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	3882	3882	3882	3882	3882	成长能力					
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683	营业收入(%)	25.2	14.4	18.1	16.0	15.4
留存收益	67726	79142	91962	107056	124827	营业利润(%)	29.5	14.8	21.3	18.2	17.5
归属母公司股东权益	74291	85706	100071	119320	143482	归属于母公司净利润(%)	30.0	14.7	22.2	18.0	17.6
负债和股东权益	106397	113893	144593	153347	194658	获利能力					
						毛利率(%)	74.5	74.2	75.0	76.0	76.8
						净利率(%)	34.7	34.8	36.0	36.7	37.4
						ROE(%)	24.0	23.8	24.7	24.3	23.7
						ROIC(%)	22.5	22.5	23.7	23.5	23.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.5	22.9	28.6	19.2	23.1
						流动比率	3.2	4.0	3.2	4.7	4.0
						速动比率	2.6	3.4	2.7	4.1	3.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	3.2	3.4	3.4	3.4	3.4
						应付账款周转率	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8
						估值比率					
						P/E	45.9	40.0	32.7	27.7	23.6
						P/B	10.7	9.3	8.0	6.7	5.6
						EV/EBITDA	32.5	28.0	22.4	18.8	15.4

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	23112	14698	30695	15584	39329
净利润	18228	20913	25546	30150	35471
折旧摊销	490	511	575	709	782
财务费用	-1431	-1486	-1715	-1983	-2399
投资损失	-93	-94	-94	-94	-94
营运资金变动	4767	-6315	6384	-13199	5569
其他经营现金流	1150	1168	0	0	0
投资活动现金流	-1616	-1722	-2546	-2471	-2582
筹资活动现金流	-7252	-9213	-8300	-7540	-7288
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.48	5.14	6.28	7.41	8.72
每股经营现金流(最新摊薄)	5.95	3.79	7.91	4.01	10.13
每股净资产(最新摊薄)	19.14	22.08	25.78	30.74	36.96

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn