



2021年9月1日

五粮液 (000858) : 全系列量价齐升, 直销渠道表现亮眼

食品饮料

推荐(维持) 当前股价: 201.69元

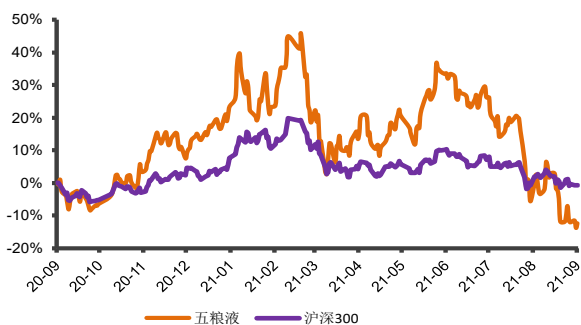
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	57,321	68,284	79,704	91,147
(+/-)	14.4%	19.1%	16.7%	14.4%
营业利润	27,826	33,500	39,617	45,964
(+/-)	14.8%	20.4%	18.3%	16.0%
归属母公司净利润	19,955	24,212	28,801	33,563
(+/-)	14.7%	21.3%	19.0%	16.5%
EPS (元)	5.14	6.24	7.42	8.65
市盈率	39.2	32.3	27.2	23.3

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	38.82/38.82
流通市值 (亿元)	7,829
每股净资产 (元)	21.90
资产负债率 (%)	22.90

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司于8月30日发布2021半年报。2021H1公司实现营业收入367.52亿元,同比增长19.45%;实现归属于上市公司股东的净利润138.43亿元,同比增长21.74%;实现扣非后净利润131.34亿元,同比增长20.90%;每股收益3.40元。其中Q2单季实现营业收入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%;每股收益1.00元。

● 全系列量价齐升,直销渠道表现亮眼。公司作为浓香白酒龙头,上半年收入、净利润双双保持了双位数的增长。分产品来看,酒类业务实现收入341.02亿元,同比+21.07%。公司目前实施五粮液主品牌与系列酒品牌双发展的战略,其中主品牌产品收入271.38亿元,同比+17.27%,吨价同比+9.37%至167.63万元,销量同比+7.22%,实现量价齐升,毛利率86.16%;系列酒产品收入69.64亿元,同比+38.57%,主要是公司大力推动系列酒产品品牌升级,吨价同比+7.05%至6.84万元,销量同比+29.45%,毛利率58%。分地区来看,东部/南部/西部/北部/中部分别实现营收99.36/35.36/99.45/46.27/58.59亿元,同比+15.13%/+73.63%/-6.82%/+65.93%/+49.29%,南部、北部和中部表现亮眼主要是去年疫情基数低再加上今年上半年产品销售良好所致。分渠道来看,公司直销实现收入69.35亿元,同比+251.01%,占比20.34%,主要是渠道改革效果显现,团购业务和线上业务销售增加;经销业务收入271.67亿元,同比+3.72%,占比79.66%。

● 期间费用率控制良好,净利率再创新高。2021H1综合毛利率同比+0.42pct至74.16%,主要是产品和渠道结构优化。期间费用率11.72%,同比-0.61pct,其中销售费用率9.67%,同比-0.68pct;管理费用率4.17%,同比-0.04pct;财务费用率和研发费用率基本保持稳定。综合



以上因素，2021H1 净利率 37.67%，同比+0.71pct，盈利能力再创新高。

● **公司未来看点。**（1）公司目前实施五粮液主品牌与系列酒品牌双发展的战略。五粮液主品牌方面，公司上半年进一步强化八代普五核心大单品的地位；系列酒方面，公司不断优化产品结构，加快执行计划外团购配额，吨价有望得到较为明显的提升；（2）公司不断拓展渠道，建立传统、团购和创新三大渠道体系，官方商城、五粮液云店、数字酒证平台建成运行，市场将呈现高质量发展态势；（3）随着我国居民可支配收入的提升，消费升级提质扩容，消费升级趋势将使得市场份额向高端名优酒企集中，行业集中度进一步提升。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 682.84、797.04 和 911.47 亿元，EPS 分别为 6.24、7.42 和 8.65 元，当前股价对应 PE 分别为 32.3、27.2 和 23.3 倍，给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；省外地区拓展不达预期；食品安全问题等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	57,321	68,284	79,704	91,147
货币资金	68,210	73,026	84,917	99,069	营业成本	14,812	17,073	19,387	21,618
应收款	20,671	26,795	30,331	34,440	营业税金及附加	8,092	9,640	11,252	12,868
存货	13,228	17,565	19,325	21,032	销售费用	5,579	6,624	7,652	8,659
其他流动资产	247	260	273	286	管理费用	2,610	3,209	3,746	4,284
流动资产合计	102,356	117,646	134,845	154,828	财务费用	-1,486	-1,638	-1,832	-2,134
非流动资产:					研发费用	131	137	159	182
金融类资产	1	1	1	2	费用合计	6,834	8,331	9,725	10,991
固定资产+在建工程	7,349	7,926	8,524	9,143	资产减值损失	-13	-9	-6	-4
无形资产+商誉	435	479	527	579	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	3,752	4,127	4,540	4,994	投资收益	94	98	103	108
非流动资产合计	11,537	12,534	13,592	14,718	营业利润	27,826	33,500	39,617	45,964
资产总计	113,893	130,179	148,437	169,546	加: 营业外收入	41	45	49	54
流动负债:					减: 营业外支出	189	208	228	251
短期借款	0	0	0	0	利润总额	27,678	33,338	39,438	45,767
应付账款、票据	4,147	5,163	5,619	6,285	所得税费用	6,765	8,148	9,639	11,186
其他流动负债	21,732	23,906	26,296	28,926	净利润	20,913	25,189	29,798	34,580
流动负债合计	25,879	29,069	31,916	35,211	少数股东损益	959	978	997	1,017
非流动负债:					归母净利润	19,955	24,212	28,801	33,563
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	256	269	282	296	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	256	269	282	296	成长性				
负债合计	26,135	29,338	32,198	35,507	营业收入增长率	14.4%	19.1%	16.7%	14.4%
所有者权益					营业利润增长率	14.8%	20.4%	18.3%	16.0%
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	归母净利润增长率	14.7%	21.3%	19.0%	16.5%
资本公积金	2,683	2,683	2,683	2,683	总资产增长率	7.0%	14.3%	14.0%	14.2%
未分配利润	59,443	70,008	82,426	96,767	盈利能力				
少数股东权益	2,052	2,052	2,052	2,052	毛利率	74.2%	75.0%	75.7%	76.3%
所有者权益合计	87,758	100,842	116,240	134,038	营业利润率	48.5%	49.1%	49.7%	50.4%
负债和所有者权益	113,893	130,179	148,438	169,546	三项费用/营收	11.9%	12.2%	12.2%	12.1%
					EBIT/销售收入	48.3%	48.8%	49.5%	50.2%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	36.5%	36.9%	37.4%	37.9%
净利润	20,913	25,189	29,798	34,580	ROE	23.8%	25.0%	25.6%	25.8%
折旧与摊销	511	466	498	531	营运能力				
财务费用	0	-1,638	-1,832	-2,134	总资产周转率	50.3%	52.5%	53.7%	53.8%
存货的减少	445	-4,336	-1,760	-1,707	资产结构				
营运资本变化	-6,760	-5,108	-3,079	-3,444	资产负债率	22.9%	22.5%	21.7%	20.9%
其他非现金部分	-411	1,755	1,930	2,123	现金流质量				
经营活动现金净流量	14,698	16,327	25,555	29,950	经营净现金流/净利润	0.70	0.65	0.86	0.87
投资活动现金净流量	-1,722	-1,044	-1,096	-1,151	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-9,213	-10,467	-12,568	-14,647	每股收益	5.14	6.24	7.42	8.65
现金流量净额	3,763	4,816	11,891	14,152	每股净资产	22.61	25.98	29.95	34.53

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>