

品牌力不断提升，看好旺季动销  
买入 (维持)

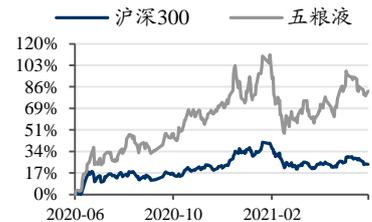
2021年09月01日

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	57,321	67,067	78,239	89,977
同比 (%)	14.4%	17.0%	16.7%	15.0%
归母净利润 (百万元)	19,955	24,119	28,931	34,548
同比 (%)	14.7%	20.9%	20.0%	19.4%
每股收益 (元/股)	5.14	6.21	7.45	8.90
P/E (倍)	54.49	45.08	37.58	31.47

证券分析师 何长天  
执业证号: S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

股价走势



事件: 8月30日, 公司更新2021年半年度报告, 公司21H1实现营业收入367.5亿元 (同比+19.5%); 归母净利润132.0亿元 (同比+21.6%); 基本每股收益3.4元。

投资要点:

■ **业绩稳步上升, 高端白酒持续向好。**五粮液21H1实现营收367.5亿元 (同比+19.5%), 净利润138.43亿元 (同比+21.7%), 归母净利132.0亿元 (同比+21.6%), 合同负债63.3亿元 (同比+74.9%), 由于旺季预收款项较多, 增速较快。21Q2实现营收124.3亿元 (同比+18.0%), 净利润40.6亿元 (同比+22.6%), 归母净利38.8亿元 (同比+23.0%), 符合市场预期, 有望实现全年营收增长两位数的目标。经营活动产生的现金流量净额87.1亿元 (同比+645.42%), 由于上年同期基数偏低, 加之21年营业收入与银行承兑汇票到期收现增加, 数值增长较快。疫情之下, 依托品牌力与既有消费群体, 高端白酒增长势头不减, 我们预计今年旺季动销将延续去年旺盛态势, 看好下半年营收持续增长。

■ **产品、渠道优化升级, 收入符合市场预期。**产品来看, 21H1五粮液收入271.3亿元 (同比+17.3%), 毛利率86.2%, 销量1.6万吨 (同比+7.2%), 超过市场预期, 吨价167.6万元 (同比+9.4%), 由于经典五粮液放量与直销渠道占比提升, 吨价有所上升; 系列酒收入69.6亿元 (同比+38.6%), 毛利率58.0%, 销量10.2万吨 (同比+29.5%), 吨价6.8万元 (同比+7.0%), 实现良性增长。渠道来看, 21H1直销渠道收入69.3亿元, (同比+251.0%), 收益于公司团购业务和线上业务销售增加, 增长较快。

■ **品牌势能稳固, 有望实现全年目标。**当前普五批价970-990元之间, 依托品牌力与在千元价格带的领导地位, 目前库存、动销状况良好, 有望完成全年营收目标。公司计划在十四五期间增速继续保持行业内先进水平, 更加注重发展质量效益

■ **盈利预测与投资评级:**我们预计公司2021-2023年实现收入671/782/900亿元 (同比+17%/17%/15%); 实现归母净利润241/289/345亿 (同比+21%/20%/19%); 当前股价对应PE为45/38/31X。我们看好下半年量价提升, 有望全年走出前低后高的增速趋势, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 疫情反弹, 宏观经济消费需求疲软。

市场数据

收盘价(元)	207.71
一年最低/最高价	161.00/357.19
市净率(倍)	8.48
流通A股市值(亿元)	10915.86

基础数据

每股净资产(元)	24.48
资产负债率(%)	18.87
总股本(亿股)	38.82
流通A股(亿股)	38.81

相关研究

- 1、《五粮液 (000858): 2020 年年报&2021Q1 一季报点评: Q1 增长景气, 渠道结构持续优化》2021-06-22
- 2、《五粮液 (000858): 2020 年年报&2021Q1 一季报点评: Q1 增长景气, 渠道结构持续优化》2021-04-30
- 3、《五粮液 (000858): 改革愈深, 稳中求进》2020-10-30

五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>102,356</b>	<b>131,032</b>	<b>139,453</b>	<b>180,603</b>	<b>营业收入</b>	<b>57,321</b>	<b>67,067</b>	<b>78,239</b>	<b>89,977</b>
现金	68,210	84,631	93,739	123,188	减:营业成本	14,812	16,913	19,661	22,171
应收账款	18,610	24,481	24,863	30,722	营业税金及附加	8,092	9,141	10,161	11,089
存货	13,228	17,496	18,220	22,056	营业费用	5,579	6,352	7,124	7,873
其他流动资产	2,308	4,423	2,630	4,636	管理费用	2,741	2,945	3,181	3,414
<b>非流动资产</b>	<b>11,537</b>	<b>13,547</b>	<b>17,071</b>	<b>19,210</b>	研发费用	131	155	186	209
长期股权投资	1,850	2,767	3,689	4,609	财务费用	-1,486	-1,652	-1,919	-2,390
固定资产	5,867	7,209	10,008	11,320	资产减值损失	14	0	0	0
在建工程	1,482	1,298	1,171	1,087	加:投资净收益	94	89	94	92
无形资产	434	420	410	401	其他收益	162	125	138	146
其他非流动资产	1,905	1,852	1,794	1,793	资产处置收益	1	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>113,893</b>	<b>144,579</b>	<b>156,524</b>	<b>199,813</b>	<b>营业利润</b>	<b>27,826</b>	<b>33,585</b>	<b>40,267</b>	<b>48,062</b>
<b>流动负债</b>	<b>25,879</b>	<b>41,302</b>	<b>30,476</b>	<b>45,733</b>	加:营业外净收支	-148	-131	-138	-142
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>27,678</b>	<b>33,454</b>	<b>40,129</b>	<b>47,921</b>
应付账款	4,147	5,068	5,470	6,508	减:所得税费用	6,765	8,177	9,808	11,713
其他流动负债	21,732	36,234	25,007	39,225	少数股东损益	959	1,159	1,390	1,660
<b>非流动负债</b>	<b>256</b>	<b>256</b>	<b>256</b>	<b>256</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>19,955</b>	<b>24,119</b>	<b>28,931</b>	<b>34,548</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	25,632	31,161	37,453	44,667
其他非流动负债	256	256	256	256	EBITDA	26,144	31,687	38,152	45,491
<b>负债合计</b>	<b>26,135</b>	<b>41,558</b>	<b>30,732</b>	<b>45,989</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	2,052	3,211	4,601	6,260	每股收益(元)	5.14	6.21	7.45	8.90
归属母公司股东权益	85,706	99,810	121,191	147,564	每股净资产(元)	22.08	25.71	31.22	38.02
<b>负债和股东权益</b>	<b>113,893</b>	<b>144,579</b>	<b>156,524</b>	<b>199,813</b>	发行在外股份(百万股)	3882	3882	3882	3882
					ROIC(%)	124.1%	190.3%	119.3%	171.1%
					ROE(%)	23.8%	24.5%	24.1%	23.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	74.2%	74.8%	74.9%	75.4%
经营活动现金流	14,698	27,227	18,865	38,104	销售净利率(%)	34.8%	36.0%	37.0%	38.4%
投资活动现金流	-1,722	-2,443	-4,127	-2,868	资产负债率(%)	22.9%	28.7%	19.6%	23.0%
筹资活动现金流	-9,213	-8,362	-5,630	-5,786	收入增长率(%)	14.4%	17.0%	16.7%	15.0%
现金净增加额	3,763	16,422	9,108	29,450	净利润增长率(%)	14.7%	20.9%	20.0%	19.4%
折旧和摊销	511	526	699	824	P/E	54.49	45.08	37.58	31.47
资本开支	994	1,092	2,603	1,219	P/B	12.69	10.89	8.97	7.37
营运资本变动	-6,315	3,168	-10,139	3,556	EV/EBITDA	39.07	31.75	26.17	21.34

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>