

五粮液 (000858.SZ) 买入 (维持评级)

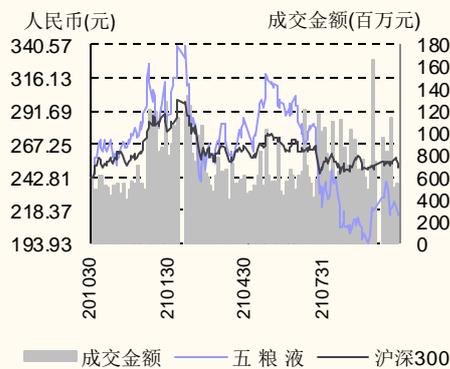
公司点评

市场价格 (人民币): 216.51 元

21Q3 夯实渠道基础, 重视长期高质量发展

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	38.82
已上市流通 A 股(亿股)	38.82
总市值(亿元)	8,404.07
年内股价最高最低(元)	341.11/193.93
沪深 300 指数	4909
深证成指	14451



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,118	57,321	66,492	78,461	90,230
营业收入增长率	25.20%	14.37%	16.00%	18.00%	15.00%
归母净利润(百万元)	17,402	19,955	23,544	28,509	33,657
归母净利润增长率	30.02%	14.67%	17.99%	21.09%	18.06%
摊薄每股收益(元)	4.48	5.14	6.07	7.34	8.67
每股经营性现金流净额	5.95	3.78	5.31	7.46	8.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.42%	23.28%	24.22%	25.78%	26.71%
P/E	29.67	56.77	35.70	29.48	24.97
P/B	6.95	13.22	8.64	7.60	6.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 10 月 29 日发布三季报, Q1-3 实现营收 497.21 亿元, 同比+17.01%; 归母净利润 173.27 亿元, 同比+19.13%。其中, Q3 实现营收 129.69 亿元, 同比+10.61%; 归母净利润 41.27 亿元, 同比+11.84%。

经营分析

- **21Q3 调整进度夯实渠道基础, 全年双位数增长可期。** Q3 营收同比+10.61%, 销售收现同比+59.39%, 主要系去年同期低基数所致。21Q3 末合同负债 46.9 亿元, 环比降低 16.4 亿元。21Q3 业绩短期增速放缓, 主要系: ① 江苏疫情及河南水灾影响, 需求端短期波动; ② Q3 控货挺价清库存, 终端动销保持良性增长; ③ 去年同期基数影响。我们认为, 公司调整打款发货进度, 夯实渠道基础, 短期增速放缓不改长期竞争优势, 全年双位数增长无虞。
- **21Q3 毛利率持续改善, 盈利能力稳中有进。** 21Q3 净利率同比+0.48pct 至 33.37%, 其中: 1) 吨价提升推动毛利率同比+1.61pct, 预计系经典五粮液投放 (打款价 1399) + 计划外打款占比提升 (全年目标团购比例达 30%); 2) 营业税金及附加占比同比+1.17pct (Q1-3 同比+0.54pct), 主要系缴税节奏季度间调整; 3) 销售费率/管理费率同比-0.18/-0.12pct, 经营效率持续改善。
- **普五批价稳中向上具备确定性, 看好经典五粮液、系列酒的成长势能。** 渠道反馈, 9 月底全年打款基本完成, 双节放量后批价维持在 970 元左右, 终端成交价在千元以上, 库存处于合理水平。我们认为: 1) 普五需求基本盘稳固, 明年计划外打款价、占比均有上移的可能, 批价具备底部支撑。2) 经典五粮液 21 年投放 2000 吨, 渠道模式变革为 1+n+2, 当前批价 1800, 成交价 2000 元以上, 十四五万吨目标需观察消费者培育情况。3) 10 月起五粮春第二代停止招商、尖庄大光停货, 系列酒稳步优化经销商、价格体系, 有望逐步释放增长潜能。

盈利预测与投资建议

- 结合三季报, 考虑疫情反复、经济增速放缓对需求的影响, 我们对 21-23 年的归母净利润预测分别下调 3%/6%/9%, 预计 21-23 年收入增速为 16%/18%/15%, 归母净利润增速为 18%/21%/18%, EPS 为 6.07/7.34/8.67 元, 对应 PE 为 36/29/25X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险, 宏观经济下行风险, 区域市场竞争加剧, 食品安全问题。

相关报告

1. 《业绩符合预期, 量价齐升逻辑兑现-五粮液 21 年中报点评》, 2021.8.30
2. 《业绩符合预期, 全年两位数增长可期-五粮液年报及一季报点评》, 2021.4.29
3. 《业绩符合预期, 改革推动高质量增长-五粮液三季报点评》, 2020.10.30

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

liubenyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	40,030	50,118	57,321	66,492	78,461	90,230	货币资金	48,960	63,239	68,210	75,453	87,665	102,840
增长率		25.2%	14.4%	16.0%	18.0%	15.0%	应收款项	17,134	19,476	20,671	22,225	25,430	28,342
主营业务成本	-10,487	-12,802	-14,812	-16,756	-19,145	-21,114	存货	11,795	13,680	13,228	13,772	15,211	16,197
%销售收入	26.2%	25.5%	25.8%	25.2%	24.4%	23.4%	其他流动资产	221	232	247	335	297	317
毛利	29,543	37,316	42,509	49,736	59,317	69,116	流动资产	78,110	96,627	102,356	111,785	128,602	147,696
%销售收入	73.8%	74.5%	74.2%	74.8%	75.6%	76.6%	%总资产	90.7%	90.8%	89.9%	90.1%	90.6%	91.5%
营业税金及附加	-5,908	-6,984	-8,092	-9,375	-11,024	-12,768	长期投资	921	1,023	1,851	1,854	1,856	1,857
%销售收入	14.8%	13.9%	14.1%	14.1%	14.1%	14.2%	固定资产	5,614	6,921	7,349	8,079	9,034	9,514
销售费用	-3,778	-4,986	-5,579	-6,483	-7,493	-8,437	%总资产	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.4%	5.9%
%销售收入	9.4%	9.9%	9.7%	9.8%	9.6%	9.4%	无形资产	526	503	558	566	574	577
管理费用	-2,340	-2,655	-2,610	-3,025	-3,531	-4,060	非流动资产	7,984	9,770	11,537	12,277	13,275	13,788
%销售收入	5.8%	5.3%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%	%总资产	9.3%	9.2%	10.1%	9.9%	9.4%	8.5%
研发费用	-84	-126	-131	-133	-149	-162	资产总计	86,094	106,397	113,893	124,062	141,877	161,484
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	17,432	22,564	26,097	30,720	37,120	43,689	应付款项	6,152	5,970	6,947	7,644	8,546	9,234
%销售收入	43.5%	45.0%	45.5%	46.2%	47.3%	48.4%	其他流动负债	14,556	24,065	18,932	15,993	18,584	21,091
财务费用	1,085	1,431	1,486	1,487	1,688	1,972	流动负债	20,708	30,035	25,879	23,636	27,131	30,325
%销售收入	-2.7%	-2.9%	-2.6%	-2.2%	-2.2%	-2.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-11	4	13	6	6	6	其他长期负债	267	266	256	256	256	256
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	20,975	30,301	26,135	23,892	27,387	30,581
投资收益	101	93	94	19	20	21	普通股股东权益	63,487	74,291	85,706	97,217	110,588	126,001
%税前利润	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	其中：股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
营业利润	18,718	24,246	27,826	32,393	39,007	45,872	未分配利润	43,803	51,634	59,443	70,954	84,325	99,738
营业利润率	46.8%	48.4%	48.5%	48.7%	49.7%	50.8%	少数股东权益	1,632	1,805	2,052	2,952	3,902	4,902
营业外收支	-112	-140	-148	-60	-40	-30	负债股东权益合计	86,094	106,397	113,893	124,062	141,877	161,484
税前利润	18,607	24,106	27,678	32,333	38,967	45,842	比率分析						
利润率	46.5%	48.1%	48.3%	48.6%	49.7%	50.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-4,568	-5,878	-6,765	-7,889	-9,508	-11,185	每股指标						
所得税率	24.6%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	每股收益	3.45	4.48	5.14	6.07	7.34	8.67
净利润	14,039	18,228	20,913	24,444	29,459	34,657	每股净资产	16.36	19.14	22.08	25.05	28.49	32.46
少数股东损益	654	826	959	900	950	1,000	每股经营现金净流	3.18	5.95	3.78	5.31	7.46	8.91
归属于母公司的净利润	13,384	17,402	19,955	23,544	28,509	33,657	每股股利	1.70	2.20	2.58	3.10	3.90	4.70
净利率	33.4%	34.7%	34.8%	35.4%	36.3%	37.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	21.08%	23.42%	23.28%	24.22%	25.78%	26.71%
净利润	14,039	18,228	20,913	24,444	29,459	34,657	总资产收益率	15.55%	16.36%	17.52%	18.98%	20.09%	20.84%
少数股东损益	654	826	959	900	950	1,000	投入资本收益率	20.20%	22.42%	22.47%	23.18%	24.51%	25.23%
非现金支出	574	487	497	538	606	677	增长率						
非经营收益	-296	-377	-417	57	-15	-15	主营业务收入增长率	32.61%	25.20%	14.37%	16.00%	18.00%	15.00%
营运资金变动	-1,984	4,767	-6,315	-4,428	-1,111	-724	EBIT增长率	41.18%	29.44%	15.66%	17.71%	20.84%	17.70%
经营活动现金净流	12,332	23,106	14,678	20,610	28,939	34,595	净利润增长率	38.36%	30.02%	14.67%	17.99%	21.09%	18.06%
资本开支	-376	-1,607	-987	-1,350	-1,607	-1,196	总资产增长率	21.39%	23.58%	7.05%	8.93%	14.36%	13.82%
投资	8	-10	-735	-3	-2	-1	资产管理能力						
其他	36	0	0	19	20	21	应收账款周转天数	1.1	1.0	0.6	0.6	0.5	0.5
投资活动现金净流	-332	-1,616	-1,722	-1,334	-1,589	-1,176	存货周转天数	389.0	363.2	331.5	300.0	290.0	280.0
股权募资	1,814	0	15	0	0	0	应付账款周转天数	109.5	91.4	81.8	85.0	84.0	83.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	48.0	44.5	37.4	34.0	31.9	28.4
其他	-5,431	-7,252	-9,228	-12,033	-15,138	-18,244	偿债能力						
筹资活动现金净流	-3,618	-7,252	-9,213	-12,033	-15,138	-18,244	净负债/股东权益	-75.18%	-83.10%	-77.72%	-75.33%	-76.57%	-78.56%
现金净流量	8,383	14,238	3,743	7,243	12,212	15,175	EBIT利息保障倍数	-16.1	-15.8	-17.6	-20.7	-22.0	-22.2
							资产负债率	24.36%	28.48%	22.95%	19.26%	19.30%	18.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
- 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402