

收入略低于预期，持续关注产品提价机会

五粮液(000858)

评级:	买入	股票代码:	000858
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	357.19/192.43
目标价格:		总市值(亿)	8,404.07
最新收盘价:	216.51	自由流通市值(亿)	8,403.85
		自由流通股数(百万)	3,881.51

事件概述

2021Q1-3实现营业收入497.21亿元，同比+17.01%；归母净利润173.27亿元，同比+19.13%；扣非归母净利润172.86亿元，同比+18.53%；合同负债46.91亿元，同比+6.97%；经营活动现金流净额153.98亿元，同比+290.47%。其中，2021Q3实现营业收入129.69亿元，同比+10.61%；归母净利润41.27亿元，同比+11.84%；扣非归母净利润41.52亿元，同比+11.61%；合同负债-16.37亿元，去年同期7.66亿元；经营活动现金流净额66.90亿元，同比+141.07%。略低于市场预期。

分析判断:

► 中秋国庆消费常态化+千元价位段竞争加剧导致Q3收入略低于预期

21Q3营业收入环比+4.37%，低于市场预期。我们判断主因1)中秋国庆消费逐渐常态化，消费需求增长逐渐平缓；2)多家公司千元价位产品加大市场投入，消费需求多样化和竞品品牌价值提升导致千元价位段竞争加剧。

21Q1-3合同负债+其他流动负债52.96亿元，同比+9.65%；21Q3合同负债+其他流动负债-18.46亿元，去年同期7.49亿元。21Q1-3销售收现/经营活动现金流净额519.65/153.98亿元，分别同比+34.70%/+290.47%；21Q3销售收现/经营活动现金流净额158.80/66.90亿元，分别同比+59.39%/+141.07%。预收款项不及预期主因三季度银行承兑汇票到期收现增加，因此公司销售收现和经营活动现金流净额增加。

► 出厂价提升贡献毛利率增长，期间费用率同比下降盈利能力持续提升

21Q1-3毛利率75.26%，同比+0.73pct；21Q3毛利率76.12%，同比+1.61pct，毛利率提升我们判断主因主要产品普五出厂价提升贡献。

21Q1-3税金及附加/营业总收入14.19%，同比+0.54pct；21Q3税金及附加/营业总收入15.22%，同比+1.17pct。21Q1-3销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为10.86%/4.34%/-2.50%，分别同比-0.61/-0.07/+0.09pct；21Q3销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为14.22%/+4.81%/-2.97%，分别同比-0.18/-0.12/+0.06pct，税金及附加小幅提升，期间费用率下降（21Q1-3同比-0.57pct，21Q3同比-0.18pct）。

毛利率增长+期间费用率下滑，净利率持续提升，21Q1-3净利率36.55%，同比+0.71pct；21Q3净利率33.37%，同比+0.48pct。

► 产品终端动销良好，持续关注未来提价机会

从终端实际表现来看，高端白酒的需求仍然处于稳定增长的态势，消费升级与品牌集中的趋势仍在继续，可以说外部环境为五粮液留出了足够的调整时间。经过2021年的调整，五粮液已经基本解决了历史包袱，在未来经济形势不发生剧烈波动的情况下，我们仍然对五粮液的持续增长保持乐观。

2022年将是五粮液重塑品牌形象、强化品牌地位的关键一年，可重点关注五粮液通过计划外配额的价格调整主动对市场价格进行引导的效果。

投资建议

维持盈利预测不变，我们预计公司2021-2023年实现营业收入675.0/787.5/909.2亿元，同比

+17.8%/+16.7%/+15.4%；实现归母净利润 237.7/281.6/331.0 亿元，同比+19.1%/+18.5%/+17.6%；EPS 分别为 6.12/7.25/8.53 元，2021 年 10 月 29 日 216.51 元收盘价对应 PE 分别为 35.4/29.8/25.39 倍。维持“买入”评级。

风险提示

①疫情持续超预期；②经济下行导致需求减弱；③食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,118	57,321	67,496	78,750	90,915
YoY (%)	25.2%	14.4%	17.8%	16.7%	15.4%
归母净利润(百万元)	17,402	19,955	23,771	28,160	33,104
YoY (%)	30.0%	14.7%	19.1%	18.5%	17.6%
毛利率 (%)	74.5%	74.2%	75.0%	75.8%	76.3%
每股收益 (元)	4.48	5.14	6.12	7.25	8.53
ROE	23.4%	23.3%	24.1%	24.5%	24.6%
市盈率	48.29	42.12	35.35	29.84	25.39

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	57,321	67,496	78,750	90,915	净利润	20,913	24,749	29,334	34,483
YoY (%)	14.4%	17.8%	16.7%	15.4%	折旧和摊销	511	1,616	900	1,043
营业成本	14,812	16,868	19,096	21,566	营运资金变动	-6,315	-4,074	-4,206	-4,615
营业税金及附加	8,092	9,517	11,025	12,728	经营活动现金流	14,698	22,311	26,068	30,902
销售费用	5,579	6,412	7,442	8,455	资本开支	-987	-963	-866	-872
管理费用	2,610	3,172	3,662	4,091	投资	-735	0	0	0
财务费用	-1,486	-1,023	-1,379	-1,849	投资活动现金流	-1,722	-862	-748	-736
资产减值损失	-14	0	0	0	股权募资	15	0	0	0
投资收益	94	101	118	136	债务募资	0	0	0	0
营业利润	27,826	32,690	39,065	46,110	筹资活动现金流	-9,213	-10,869	-11,645	-13,586
营业外收支	-148	-126	-161	-132	现金净流量	3,763	10,580	13,674	16,581
利润总额	27,678	32,564	38,904	45,978	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	6,765	7,815	9,570	11,494	成长能力				
净利润	20,913	24,749	29,334	34,483	营业收入增长率	14.4%	17.8%	16.7%	15.4%
归属于母公司净利润	19,955	23,771	28,160	33,104	净利润增长率	14.7%	19.1%	18.5%	17.6%
YoY (%)	14.7%	19.1%	18.5%	17.6%	盈利能力				
每股收益	5.14	6.12	7.25	8.53	毛利率	74.2%	75.0%	75.8%	76.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	36.5%	36.7%	37.2%	37.9%
货币资金	68,210	78,790	92,464	109,045	总资产收益率 ROA	17.5%	18.4%	18.9%	19.5%
预付款项	247	354	412	466	净资产收益率 ROE	23.3%	24.1%	24.5%	24.6%
存货	13,228	16,174	19,358	23,044	偿债能力				
其他流动资产	20,671	23,392	25,882	27,082	流动比率	3.96	4.30	4.75	5.42
流动资产合计	102,356	118,710	138,117	159,637	速动比率	3.43	3.70	4.07	4.63
长期股权投资	1,850	1,850	1,850	1,850	现金比率	2.64	2.86	3.18	3.71
固定资产	5,867	4,494	3,698	2,759	资产负债率	22.9%	21.5%	19.7%	17.5%
无形资产	434	538	602	675	经营效率				
非流动资产合计	11,537	10,764	10,572	10,275	总资产周转率	0.50	0.52	0.53	0.54
资产合计	113,893	129,474	148,689	169,911	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	5.14	6.12	7.25	8.53
应付账款及票据	4,147	4,230	4,567	5,143	每股净资产	22.08	25.40	29.66	34.69
其他流动负债	21,732	23,350	24,539	24,287	每股经营现金流	3.79	5.75	6.72	7.96
流动负债合计	25,879	27,580	29,106	29,430	每股股利	0.00	2.80	3.00	3.50
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	256	256	256	256	PE	42.12	35.35	29.84	25.39
非流动负债合计	256	256	256	256	PB	13.22	8.52	7.30	6.24
负债合计	26,135	27,836	29,362	29,686					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882					
少数股东权益	2,052	3,030	4,203	5,583					
股东权益合计	87,758	101,638	119,327	140,225					
负债和股东权益合计	113,893	129,474	148,689	169,911					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。