

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

五粮液(000858)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

五粮液(000858): 高质量稳健增长, 结构性改善突出
2021.08.30

五粮液(000858): 秉持理性与自信, 巩固千元价格带
2021.07.26

五粮液(000858): 复盘2020, 深化改革, 价值回归
2021.03.14

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

发货放缓稳渠道, 全年高质量完成可期

2021年10月31日

事件: 21Q1-3 公司营业收入 497.21 亿, 同比增长 17.01%, 归母净利润 173.27 亿, 同比增长 19.13%; 其中, 21Q3 营业收入 129.69 亿, 同比增长 10.61%, 归母净利润 41.27 亿, 同比增长 11.84%。

- **控货导致业绩增长放缓, 渠道库存维持良性。**与以往旺季向渠道压货不同, 为了配合批价上挺, 今年公司在三季度加强了渠道库存管理, 主动放缓发货节奏, 导致三季度增速较上半年有明显下滑, 不及市场预期。得益于控货, 今年双节期间, 普五批价稳定, 未出现明显下滑, 且批价小幅下降后, 放量加快, 短期波动修复能力较强。双节后, 普五渠道库存保持在一个月左右的良性水平。21Q3 公司销售回款 158.8 亿, 同比增长 59.39%, 主要系去年同期回款基数较低; 预收货款 46.91 亿, 环比减少 16.37 亿, 主要系上半年大商回款进度快, 下半年释放了一定的蓄水池。
- **费率较为稳定, 盈利能力略有提升。**21Q3 公司毛利率为 76.11%, 同比增加 1.6pct, 主要系公司严控计划内普五的发货, 经销商计划外 999 元打款比例进一步提升; 且经典五粮液 7 月起进入正式布局阶段, 计划全年放量 2000 吨, 产品结构进一步升级。三季度, 公司税金及附加占比为 15.22%, 同比增加 1.16pct; 销售费用率为 14.22%, 同比减少 0.19pct; 管理费用率为 4.8%, 同比减少 0.13pct; 净利率为 33.37%, 同比增加 0.48pct。
- **系列酒梳理到位, 预计全年有较好表现。**今年, 公司将五粮春品牌回收, 6 月换代上市, 三季度重点完成招商布局。10 月 9 日, 公司发出通知, 停止第二代五粮春的招商工作, 且 2021 年全年配额已分配完毕, 渠道梳理较为顺利, 全年双位数增长可期。
- **盈利预测与投资评级:** 价盘的稳定是公司今年的主要工作, 一方面促进动销的良性及持续性, 另一方面保障经销商利润的稳定性, 有助于加强经销商信心, 维护好厂商关系。今年计划外打款占比的提升及经典五粮液的放量, 将有助于全年吨价的进一步上行, 为公司的高质量发展打下坚实基础。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 6.20、7.47、8.86 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济下行风险, 行业竞争加剧。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	50,118	57,321	67,092	78,141	90,458
增长率 YoY %	25.2%	14.4%	17.0%	16.5%	15.8%
归属母公司净利润 (百万元)	17,402	19,955	24,065	28,984	34,395
增长率 YoY%	30.0%	14.7%	20.6%	20.4%	18.7%
毛利率%	74.5%	74.2%	74.8%	75.6%	76.2%
净资产收益率ROE%	23.4%	23.3%	24.7%	25.9%	26.7%
EPS(摊薄)(元)	4.48	5.14	6.20	7.47	8.86
市盈率 P/E(倍)	29.67	56.77	34.92	29.00	24.43
市净率 P/B(倍)	6.95	13.22	8.61	7.50	6.51

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	96,627	102,356	118,224	137,366	159,719	
货币资金	63,239	68,210	83,448	100,416	120,096	
应收票据	14,643	18,568	18,381	20,338	22,305	
应收账款	134	41	92	107	124	
预付账款	232	247	288	305	323	
存货	13,680	13,228	13,917	14,090	14,748	
其他	4,699	2,061	2,098	2,110	2,124	
非流动资产	9,770	11,537	11,645	11,712	11,656	
长期股权投资	1,022	1,850	1,950	2,050	2,150	
固定资产	6,109	5,867	5,645	5,426	5,205	
无形资产	410	434	434	419	404	
其他	2,230	3,387	3,617	3,817	3,897	
资产总计	106,39	113,893	129,869	149,078	171,375	
流动负债	30,035	25,879	28,839	32,265	35,908	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	419	764	696	731	767	
应付账款	3,258	3,383	3,479	3,549	3,657	
其他	26,357	21,732	24,663	27,986	31,483	
非流动负债	266	256	256	256	256	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	266	256	256	256	256	
负债合计	30,301	26,135	29,095	32,521	36,164	
少数股东权益	1,805	2,052	3,186	4,552	6,173	
归属母公司	74,291	85,706	97,589	112,005	129,039	
负债和股东权益	106,397	113,893	129,869	149,078	171,375	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	50,118	57,321	67,092	78,141	90,458	
同比	25.2%	14.4%	17.0%	16.5%	15.8%	
归属母公司净利润	17,402	19,955	24,065	28,984	34,395	
同比	30.0%	14.7%	20.6%	20.4%	18.7%	
毛利率(%)	74.5%	74.2%	74.8%	75.6%	76.2%	
ROE%	23.4%	23.3%	24.7%	25.9%	26.7%	
EPS(摊薄)(元)	4.48	5.14	6.20	7.47	8.86	
P/E	29.67	56.77	34.92	29.00	24.43	
P/B	6.95	13.22	8.61	7.50	6.51	
EV/EBITDA	19.65	40.01	23.75	19.34	15.91	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	50,118	57,321	67,092	78,141	90,458	
营业成本	12,80	14,812	16,933	19,047	21,532	
营业税金及	6,984	8,092	9,393	10,940	12,664	
销售费用	4,986	5,579	6,374	7,033	7,689	
管理费用	2,655	2,610	2,885	3,204	3,618	
研发费用	126	131	154	180	208	
财务费用	-1,431	-1,486	-1,896	-2,298	-2,756	
减值损失合	-3	-14	0	0	0	
投资净收益	93	94	101	117	136	
其他	161	165	181	211	244	
营业利润	24,24	27,826	33,531	40,364	47,883	
营业外收支	-140	-148	-155	-165	-180	
利润总额	24,10	27,678	33,376	40,199	47,703	
所得税	5,878	6,765	8,177	9,849	11,687	
净利润	18,22	20,913	25,199	30,350	36,016	
少数股东损	826	959	1,134	1,366	1,621	
归属母公司	17,40	19,955	24,065	28,984	34,395	
EBITDA	23,05	26,608	31,873	38,267	45,287	
EPS(当	4.48	5.14	6.20	7.47	8.86	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	23,112	14,698	28,103	32,181	37,570	
净利润	18,22	20,913	25,199	30,350	36,016	
折旧摊销	490	511	520	530	540	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-93	-94	-101	-117	-136	
营运资金变	4,767	-6,315	2,330	1,253	970	
其它	-281	-318	155	165	180	
投资活动现金流	-1,616	-1,722	-564	-513	-389	
资本支出	-1,607	-987	-485	-480	-395	
长期投资	-10	-735	-100	-100	-100	
其他	0	0	21	67	106	
筹资活动现金流	-7,252	-9,213	-12,300	-14,700	-17,500	
吸收投资	0	15	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或	-7,252	-9,228	-12,300	-14,700	-17,500	
现金流净增加额	14,244	3,763	15,238	16,968	19,681	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副 总监（主持工 作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副 总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。