

# 渠道策略落地利好动销表现，夯实根基谋求 长远发展

买入 (维持)

——五粮液 (000858) 点评报告

2021年11月01日

## 报告关键要素:

公司10月29日发布2021年第三季度报告，公告显示公司前三季度实现营业总收入497.21亿元 (YoY+17.01%)，实现归母净利润173.27亿元 (YoY+19.13%)，扣非归母净利润172.86亿元 (YoY+18.53%)。Q3实现营业总收入129.69亿元 (YoY+10.61%)，实现归母净利润41.27亿元 (YoY+11.84%)，扣非归母净利润41.52亿元 (YoY+11.61%)，业绩符合市场预期。

## 投资要点:

**营收持续稳健增长，营销商业模式全面展开:** 公司前三季度实现营业总收入497.21亿元，同比增长17.01%，实现归母净利润173.27亿元，同比增长19.13%，继续保持营收利润两位数增长。**从产品看**，随着疫情后白酒市场的迅速复苏，公司产品在白酒千元价位带的市场占有率将稳步提升，主导地位得到巩固。**从渠道看**，公司发挥数字化转型的优势，推进“1+N+2”商业模式，初步构建了产品营销体系，全面营销工作有序推进，助力产品市场动销情况表现良好。

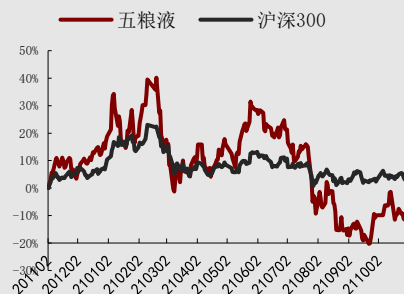
**盈利能力稳步提高，现金流大幅改善:** 公司前三季度毛利率为75.26%，同比增长0.73个pct。期间费用率小幅下降0.57个pct至12.94%，其中销售/管理费用为10.86%/4.34%，同比分别下降0.61/0.07个pct；研发/财务费用为0.24%/-2.5%，同比分别增长0.03/0.09个pct。综上，净利率同增0.71个pct至36.55%。前三季度公司经营性现金流大幅增长，净流入153.98亿元，同比增长290.47%，主因上年同期受疫情影响销售收现基数偏低及营业收入增加、银行承兑汇票到期收现等增加。公司年初起增加回款和动销作为营销团队考核机制，重视吨价在营销区域内的调节作用，叠加报告期内五粮液产品在市场上销量态势良好，经销商回款积极，公司创造现金流能力获得极大增强。

**盈利预测与投资建议:** 公司前期提质增效成效继续释放，整体供给增加的情况下批价稳在980-1000元左右，反映出品牌势能与渠道管理能力的提高。超高端战略单品经典五粮液完成全年2000吨目标是大概率事件，经典五粮液不仅是产品结构优化的抓手，中长期来看，更可为普五打开量价空间，树立品牌高度、夯实核心竞争力。我们维持公司21-23

## 基础数据

总股本 (百万股)	3,881.61
流通A股 (百万股)	3,881.51
收盘价 (元)	216.51
总市值 (亿元)	8,404.07
流通A股市值 (亿元)	8,403.85

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

业绩符合预期稳定市场信心，产品渠道优化  
夯实自身竞争优势  
十三五顺利收官，21Q1如期开门红  
万联证券研究所 20211018-公司事项点评  
-AAA-五粮液 (000858) 事项点评报告

## 分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

## 研究助理:

李滢

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	57321.06	67293.68	77810.93	90129.70
增长比率 (%)	14	17	16	16
净利润 (百万元)	19954.81	24350.42	28671.71	33661.44
增长比率 (%)	15	22	18	17
每股收益 (元)	5.14	6.27	7.39	8.67
市盈率 (倍)	42.12	34.51	29.31	24.97
市净率 (倍)	9.81	8.36	7.14	6.10

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

年盈利预测，预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 244/287/337 亿元，同比增长 22%/18%/17%，对应 EPS 为 6.27/7.39/8.67 元/股，10 月 29 日收盘价对应 PE 为 35/29/25 倍，维持“买入”评级。

**风险因素：**政策风险、高端酒需求不及预期风险、疫情风险

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>57321</b>	<b>67294</b>	<b>77811</b>	<b>90130</b>
%同比增速	14%	17%	16%	16%
营业成本	14812	16537	18830	21379
毛利	42509	50757	58981	68751
%营业收入	74%	75%	76%	76%
税金及附加	8092	9532	10980	12735
%营业收入	14%	14%	14%	14%
销售费用	5579	6729	7625	8833
%营业收入	10%	10%	10%	10%
管理费用	2610	2692	3035	3425
%营业收入	5%	4%	4%	4%
研发费用	131	157	183	211
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-1486	-1936	-2379	-2849
%营业收入	-3%	-3%	-3%	-3%
资产减值损失	-14	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0
其他收益	162	197	228	263
投资收益	94	117	131	154
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	3	2	3
<b>营业利润</b>	<b>27826</b>	<b>33900</b>	<b>39900</b>	<b>46817</b>
%营业收入	49%	50%	51%	52%
营业外收支	-148	-139	-142	-142
<b>利润总额</b>	<b>27678</b>	<b>33761</b>	<b>39758</b>	<b>46674</b>
%营业收入	48%	50%	51%	52%
所得税费用	6765	8245	9712	11401
净利润	20913	25516	30045	35273
%营业收入	36%	38%	39%	39%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>19955</b>	<b>24350</b>	<b>28672</b>	<b>33661</b>
%同比增速	15%	22%	18%	17%
少数股东损益	959	1165	1374	1612
EPS (元/股)	5.14	6.27	7.39	8.67

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	5.14	6.27	7.39	8.67
BVPS	22.08	25.91	30.31	35.47
PE	42.12	34.51	29.31	24.97
PEG	3.87	1.57	1.65	1.43
PB	9.81	8.36	7.14	6.10
EV/EBITDA	40.01	23.57	19.65	16.32
ROE	23%	24%	24%	24%
ROIC	22%	23%	23%	23%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	68210	86699	103655	124236
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	18610	21179	24747	28565
存货	13228	14498	15992	17571
预付款项	247	284	320	365
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2061	2612	2493	2649
流动资产合计	102356	125271	147208	173386
长期股权投资	1850	1950	2060	2155
固定资产	5867	6050	6340	6730
在建工程	1482	1931	2356	2756
无形资产	434	440	454	461
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	1486	1486	1486	1486
其他非流动资产	417	398	386	376
<b>资产总计</b>	<b>113893</b>	<b>137529</b>	<b>160291</b>	<b>187352</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4147	4868	5470	6186
预收账款	24	0	0	0
合同负债	8619	9591	10733	11972
应付职工薪酬	3630	4302	4868	5491
应交税费	5542	7891	8591	10157
其他流动负债	3918	6841	8136	9426
流动负债合计	25879	33493	37797	43231
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	256	256	256	256
<b>负债合计</b>	<b>26135</b>	<b>33749</b>	<b>38053</b>	<b>43487</b>
归属于母公司的所有者权益	85706	100562	117647	137662
少数股东权益	2052	3217	4591	6203
<b>股东权益</b>	<b>87758</b>	<b>103779</b>	<b>122238</b>	<b>143865</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>113893</b>	<b>137529</b>	<b>160291</b>	<b>187352</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>14698</b>	<b>29050</b>	<b>29705</b>	<b>35424</b>
投资	-735	-100	-110	-95
资本性支出	-987	-619	-608	-577
其他	0	136	143	164
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1722</b>	<b>-583</b>	<b>-574</b>	<b>-508</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	15	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-9228	-9977	-12175	-14336
其他	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-9213</b>	<b>-9977</b>	<b>-12175</b>	<b>-14336</b>
<b>现金净流量</b>	<b>3763</b>	<b>18489</b>	<b>16956</b>	<b>20581</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场