

# 五粮液 (000858)

公司研究/点评报告

## 业绩稳健锚定全年目标，长期趋势向好

点评报告/食品饮料

2021年11月01日

### 一、事件概述

10月29日，五粮液发布三季报，2021年前三季度实现营收497.2亿元，同增17%，实现归母净利润173.3亿元，同增19.1%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 营收降速系回款确认节奏影响，经营现金流表现靓丽

2021Q3公司实现营收129.7亿元，同增10.6%，实现归母净利润41.3亿元，同增11.8%，营收降速系回款确认节奏影响，一方面，三季度主销区域河南洪灾扰动及江苏疫情管控影响，2021年度配额发货速度放缓，另一方面，第七代五粮液收藏版产品（2019年普五计划量1.5万吨，收藏版占比约9%）陆续发货，公司或基于数字化管理机制，对经销商实行合理库存动态发货，以保证市场量价均衡。2021年前三季度公司现金回款519.7亿元，同增34.7%，2021Q3现金回款158.8亿元，同增59.4%，或系低基数+银行承兑汇票到期收现增加贡献，虽合同负债余额46.9亿元、环比减少16.4%，但经营性现金流表现依然靓丽。

#### ➤ 产品结构持续上移，Q3毛利率同比提升

2021Q3公司毛利率76.12%，同增1.61pct，主要或系团购打款占比提升（计划内打款价889元，团购打款价999元）、经典五粮液确认部分收入（出厂价1399元，高于普五）、及成本端中部分费用控制等因素贡献。

#### ➤ 千元价位供需均衡，高端酒结构性繁荣趋势不变

白酒行业受益于需求端消费升级，高端白酒需求端稳步增长，当前千元价位供需均衡，五粮液品牌力领先、主导产品八代普五在千元价位价盘稳固，战略产品经典五粮液占位2000元价格带，预计公司有望持续受益于高端酒结构性繁荣趋势稳健增长。

### 三、投资建议

公司三季度营收受江苏疫情、河南大水扰动略有降速，但业绩仍实现稳健增长，主导产品普五价盘稳固，预计公司2021~2023年营收分别为671/753/856亿元，归母净利润分别为238/273/322亿元，当前股价对应P/E分别为35/31/26X，2021年估值低于白酒行业平均估值47X（算术平均法，Wind 2021年一致预期），维持“推荐”评级。

**四、风险提示：**1) 经典五粮液、普五价盘及动销不及预期；2) 疫情致消费不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	57,321	67,141	75,344	85,611
增长率(%)	14.4%	17.1%	12.2%	13.6%
归属母公司股东净利润(百万元)	19,955	23,813	27,297	32,205
增长率(%)	14.7%	19.3%	14.6%	18.0%
每股收益(元)	5.14	6.13	7.03	8.30
PE(现价)	42.11	35.29	30.79	26.10
PB	13.22	7.74	6.24	5.07

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**推荐**

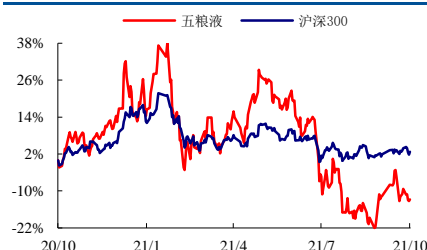
维持评级

当前价格：216.51元

交易数据 2021-10-29

近12个月最高/最低(元)	344.4/193.93
总股本(百万股)	3,882
流通股本(百万股)	3,882
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	8,404
流通市值(亿元)	8,404

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王言海

执业证 S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理：姚启璠

执业证 S0100121100006

邮箱：yaoqifan@mszq.com

相关研究

1. 五粮液(000858) 2021年半年报点评：经营表现稳健，产品结构升级明显
2. 五粮液(000858) 2020年报及2021年一季报点评：“十三五”圆满收官，21Q1实现良好开局

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	57,321	67,141	75,344	85,611
营业成本	14,812	16,490	17,894	18,955
营业税金及附加	8,092	9,400	10,548	11,985
销售费用	5,579	6,714	7,384	8,219
管理费用	2,610	3,088	3,391	3,767
研发费用	131	154	173	196
EBIT	26,246	31,294	35,955	42,489
财务费用	-1,486	-1,589	-1,716	-1,950
资产减值损失	-14	-1	-1	-1
投资收益	94	110	123	140
营业利润	27,826	33,179	38,011	44,818
营业外收支	-148	-148	-148	-148
利润总额	27,678	33,031	37,863	44,670
所得税	6,765	8,073	9,254	10,918
净利润	20,913	24,957	28,609	33,752
归属于母公司净利润	19,955	23,813	27,297	32,205
EBITDA	26,757	31,502	36,128	42,740
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	68,210	106,239	133,107	162,745
应收账款及票据	18,610	22,957	24,146	28,168
预付款项	247	307	319	336
存货	13,228	14,727	15,981	16,928
其他流动资产	2,061	3,390	4,526	4,181
流动资产合计	102,356	147,620	178,079	212,358
长期股权投资	1,850	2,179	2,599	3,125
固定资产	5,867	6,021	6,248	6,284
无形资产	434	445	456	471
非流动资产合计	11,537	12,382	13,533	14,613
资产合计	113,893	160,002	191,612	226,971
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	4,147	4,987	5,187	5,511
其他流动负债	21,732	43,031	46,923	49,394
流动负债合计	25,879	48,018	52,110	54,905
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	256	256	256	256
非流动负债合计	256	256	256	256
负债合计	26,135	48,274	52,366	55,161
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
少数股东权益	2,052	3,196	4,507	6,054
股东权益合计	87,758	111,728	139,246	171,810
负债和股东权益合计	113,893	160,002	191,612	226,971

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	14.4%	17.1%	12.2%	13.6%
EBIT 增长率	15.5%	19.2%	14.9%	18.2%
净利润增长率	14.7%	19.3%	14.6%	18.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	74.2%	75.4%	76.3%	77.9%
净利率	36.5%	37.2%	38.0%	39.4%
总资产收益率 ROA	17.5%	14.9%	14.2%	14.2%
净资产收益率 ROE	23.3%	21.9%	20.3%	19.4%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.96	3.07	3.42	3.87
速动比率	3.43	2.76	3.10	3.55
现金比率	2.64	2.21	2.55	2.96
资产负债率	22.9%	30.2%	27.3%	24.3%
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.26	0.80	0.68	0.58
存货周转天数	325.97	325.97	325.97	325.97
总资产周转率	0.50	0.42	0.39	0.38
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.14	6.13	7.03	8.30
每股净资产	22.08	27.96	34.71	42.70
每股经营现金流	3.79	10.33	7.55	8.29
每股股利	0.00	0.26	0.28	0.31
<b>估值分析</b>				
PE	42.11	35.29	30.79	26.10
PB	13.22	7.74	6.24	5.07
EV/EBITDA	39.79	23.31	19.58	15.86
股息收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	20,913	24,957	28,609	33,752
折旧和摊销	511	208	173	252
营运资金变动	-6,315	14,904	501	-1,845
经营活动现金流	14,698	40,116	29,315	32,175
资本开支	-987	-867	-1,049	-951
投资	-735	-329	-420	-526
投资活动现金流	-1,722	-1,087	-1,346	-1,337
股权募资	15	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-9,213	-1,000	-1,100	-1,200
现金净流量	3,763	38,029	26,868	29,638

## 分析师与研究助理简介

**王言海**，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

**姚启璠**，曾任华安证券食品饮料分析师，杜兰大学硕士，4年证券行业经验，专注酒类研究，以品牌、产品、营销、渠道多维度思考企业发展周期。2021年加入民生证券。

## 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12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。