

公司点评

五粮液 (000858)

食品饮料 | 饮料制造

Q3 降速主因节奏调整，夯实根基行稳致远

2021年11月01日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 241.7-270.2 元

交易数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 当前价格 (元)     | 216.51        |
| 52 周价格区间 (元) | 192.43-357.19 |
| 总市值 (百万)     | 840406.95     |
| 流通市值 (百万)    | 840385.34     |
| 总股本 (万股)     | 388160.80     |
| 流通股 (万股)     | 388150.82     |

涨跌幅比较



| %      | 1M    | 3M   | 12M    |
|--------|-------|------|--------|
| 五粮液    | -1.31 | 5.65 | -29.10 |
| 沪深 300 | 0.87  | 0.37 | -6.15  |

邹建军 分析师  
执业证书编号: S0530521080001 0731-84403452

杨苑 研究助理  
yangyuan@cfzq.com 0731-84403490

| 预测指标       | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 50118 | 57321 | 66752 | 77814 | 89345 |
| 归母净利 (百万元) | 17402 | 19955 | 23396 | 27606 | 31896 |
| 每股收益 (元)   | 4.48  | 5.14  | 6.03  | 7.11  | 8.22  |
| 每股净资产 (元)  | 19.14 | 22.08 | 25.73 | 30.03 | 35.01 |
| P/E        | 48.29 | 42.12 | 35.92 | 30.44 | 26.35 |
| P/B        | 11.31 | 9.81  | 8.42  | 7.21  | 6.18  |

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2021 年三季度报告, 前三季度实现营收 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%; Q3 单季度实现营收 129.69 亿元, 同比增长 10.61%, 实现归母净利润 41.27 亿元, 同比增长 11.84%, 业绩表现略低于预期。
- **Q3 收入不及预期, 受发货与回款节奏影响。** 公司 Q3 收入增速不及预期 (同比增长 10.61%), 判断系发货与回款节奏影响, 2021H1 公司发货与回款进度明显快于往年同期, 且渠道反馈上半年公司有较多七代五粮液的补发, 因此 Q3 存在一定的库存消化, 叠加部分区域受疫情反复影响, 公司发货量不及预期。现金流方面, Q3 销售收现 158.8 亿元, 同比增长 59.4%, 快于收入增速, Q3 末预收账款+合同负债 47.0 亿元, 环比减少 16.4 亿元, 经营性现金流量净额同比大幅增长 141.1%, 收入质量较高。
- **产品结构与渠道结构双优化持续提升盈利能力, Q3 税金及附加率同比提升较多。** Q3 毛利率同比提升 1.6pct 至 76.1%, 反映产品结构优化与团购比例提高对吨价的拉升作用明显。Q3 税金及附加率同比提升 1.2pct 至 15.2%, 或与生产节奏加快叠加收入放缓有关。销售费用率与管理费用率稳中有降, 分别同比-0.2/-0.1pct, 费用端整体保持平稳, 净利率同比提升 0.5pct 至 33.4%。
- **短期节奏调整是为了更确定的长期增长, 实际动销表现良好, 基本面依然稳健。** 我们认为短期节奏调整是为了更确定的长期增长, 公司在追求增长速度的同时注重增长质量, 合理把控发货节奏确保价盘与库存健康, 并在渠道与组织体系上持续积蓄动能。**三大增长引擎继续支撑基本面稳定表现:** 1. 普五终端实际动销情况优异。今年以来普五在发货量增加的情况下批价整体稳定, 目前库存维持低位, 全年回款目标已基本完成。团购渠道占比持续提升, 推升吨价增厚盈利。2. 经典五粮液建立起 1+N+2 的渠道模式, 并根据市场实际情况持续进行细节优化, 公司在市场运作初期加大力度做消费品鉴活动, 有望逐步为其培育形成稳定的消费圈层, 为后续放量做好准备。3. 系列酒品牌聚焦工作持续推进, 公司聚焦资源打造浓香系列酒四大品牌 (五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄), 部分产品焕新升级, 渠道继续梳理并推进

招商工作，预计后续系列酒逐渐贡献更多业绩增量。**五粮液仍是品牌力最强的浓香型白酒，具备持续量价齐升的基础。**公司秉承稳健可持续增长的发展理念，战略前瞻并扎实推动战略实施，持续理顺渠道、增强品牌力、提升管理运营效率，我们继续看好公司未来稳健成长。

- **盈利预测与投资建议：**公司收入节奏调整，我们相应调整对公司的盈利预测，预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 667.5/778.1/893.5 亿元，同比 +16.5%/+16.6%/+14.8%；归母净利润分别为 234.0/276.1/319.0 亿元，同比+17.2%/+18.0%/+15.5%；EPS 分别为 6.03/7.11/8.22 元/股。考虑到高端白酒行业壁垒高、公司浓香白酒龙头地位稳固、量价齐升确定性高、未来成长空间仍然可观，给予公司 22 年 34-38 倍 PE，对应股价区间为 241.7-270.2 元，维持“推荐”评级，短期回调迎来买入机会。
- **风险提示：**品牌力受损风险；经典五粮液动销不及预期风险；团购渠道建设不及预期风险；宏观经济大幅下行风险；行业监管趋严风险。

**财务预测摘要**

| 利润表            | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        | 财务指标           | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>    | 50118        | 57321        | 66752        | 77814        | 89345        | <b>费用率</b>     |              |              |              |              |              |
| 减:营业成本         | 12802        | 14812        | 16361        | 18733        | 21325        | 毛利率            | 0.74         | 0.74         | 0.75         | 0.76         | 0.76         |
| 营业税金及附加        | 6984         | 8092         | 9424         | 10985        | 12613        | 三费/销售收入        | 0.15         | 0.15         | 0.16         | 0.15         | 0.15         |
| 销售费用           | 4986         | 5579         | 7343         | 8482         | 9739         | EBIT/销售收入      | 0.45         | 0.46         | 0.46         | 0.47         | 0.47         |
| 管理费用           | 2655         | 2610         | 2870         | 3268         | 3663         | 销售净利率          | 0.36         | 0.36         | 0.37         | 0.37         | 0.37         |
| 财务费用           | -1431        | -1486        | -1730        | -2017        | -2315        | <b>投资回报率</b>   |              |              |              |              |              |
| 研发费用           | 126          | 131          | 153          | 178          | 205          | ROE            | 0.23         | 0.23         | 0.23         | 0.24         | 0.23         |
| 资产减值损失         | -4           | -13          | -11          | -11          | -11          | ROA            | 0.21         | 0.23         | 0.23         | 0.24         | 0.23         |
| 公允价值变动损益       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | ROIC           | 0.85         | 1.11         | 0.92         | 1.21         | 1.02         |
| 其他收益           | 255          | 257          | 246          | 273          | 288          | <b>增长率</b>     |              |              |              |              |              |
| <b>营业利润</b>    | 24246        | 27826        | 32566        | 38445        | 44393        | 销售收入增长率        | 0.25         | 0.14         | 0.16         | 0.17         | 0.15         |
| 加:营业外收支净额      | -140         | -148         | -100         | -133         | -133         | EBIT 增长率       | 0.29         | 0.16         | 0.17         | 0.18         | 0.16         |
| <b>利润总额</b>    | 24106        | 27678        | 32466        | 38312        | 44260        | EBITDA 增长率     | 0.28         | 0.15         | 0.20         | 0.18         | 0.15         |
| 减:所得税          | 5878         | 6765         | 7946         | 9381         | 10832        | 净利润增长率         | 0.30         | 0.15         | 0.17         | 0.18         | 0.16         |
| <b>净利润</b>     | 18228        | 20913        | 24520        | 28932        | 33428        | <b>总资产增长率</b>  | 0.24         | 0.07         | 0.19         | 0.13         | 0.21         |
| 减:少数股东损益       | 826          | 959          | 1124         | 1326         | 1532         | 股东权益增长率        | 0.17         | 0.15         | 0.17         | 0.17         | 0.17         |
| <b>归母净利润</b>   | 17402        | 19955        | 23396        | 27606        | 31896        | 营运资本增长率        | -0.33        | 0.67         | -0.37        | 0.93         | -0.17        |
| <b>资产负债表</b>   | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>资本结构</b>    |              |              |              |              |              |
| 货币资金           | 63239        | 68210        | 86943        | 97633        | 122605       | 资产负债率          | 0.28         | 0.23         | 0.27         | 0.23         | 0.25         |
| 应收和预付款项        | 16258        | 18893        | 22294        | 26084        | 29736        | 投资资本/总资产       | 0.17         | 0.22         | 0.17         | 0.20         | 0.15         |
| 存货             | 13680        | 13228        | 15874        | 19049        | 22477        | 带息债务/总负债       | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他流动资产         | 3450         | 2024         | 0            | 0            | 0            | 流动比率           | 3.22         | 3.96         | 3.48         | 3.98         | 3.72         |
| 长期股权投资         | 1022         | 1850         | 1850         | 1850         | 1850         | 速动比率           | 2.76         | 3.44         | 3.04         | 3.45         | 3.24         |
| 投资性房地产         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 股利支付率          | 0.38         | 0.43         | 0.39         | 0.39         | 0.39         |
| 固定资产           | 6921         | 7349         | 8052         | 8436         | 8512         | 收益留存率          | 0.62         | 0.57         | 0.61         | 0.61         | 0.61         |
| 无形资产           | 412          | 435          | 415          | 394          | 374          | <b>营运能力</b>    |              |              |              |              |              |
| 其他非流动资产        | 1416         | 1903         | 355          | 293          | 293          | 总资产周转率         | 0.47         | 0.50         | 0.49         | 0.51         | 0.48         |
| <b>资产总计</b>    | 106397       | 113893       | 135783       | 153739       | 185848       | 固定资产周转率        | 8.21         | 9.77         | 10.68        | 11.38        | 12.56        |
| 短期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 应收账款周转率        | 3.39         | 3.08         | 3.04         | 3.03         | 3.05         |
| 应付和预收款项        | 30035        | 24761        | 34873        | 34745        | 45864        | 存货周转率          | 0.94         | 1.12         | 1.03         | 0.98         | 0.95         |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 其他负债           | 266          | 1373         | 1117         | 1117         | 1117         | EPS            | 4.48         | 5.14         | 6.03         | 7.11         | 8.22         |
| <b>负债合计</b>    | 30301        | 26135        | 35991        | 35863        | 46982        | BPS            | 19.14        | 22.08        | 25.73        | 30.03        | 35.01        |
| 股本             | 3882         | 3882         | 3882         | 3882         | 3882         | PE             | 48.29        | 42.12        | 35.92        | 30.44        | 26.35        |
| 资本公积           | 2683         | 2683         | 2683         | 2683         | 2683         | PEG            | 3            | 2            | N/A          | N/A          | N/A          |
| 留存收益           | 67726        | 79142        | 93303        | 110012       | 129318       | PB             | 11.31        | 9.81         | 8.42         | 7.21         | 6.18         |
| <b>母公司股东权益</b> | 74291        | 85706        | 99867        | 116577       | 135883       | PS             | 16.77        | 14.66        | 12.59        | 10.80        | 9.41         |
| 少数股东权益         | 1805         | 2052         | 3176         | 4502         | 6034         | PCF            | 36.36        | 57.18        | 29.88        | 39.56        | 22.95        |
| <b>权益合计</b>    | 76096        | 87758        | 103043       | 121079       | 141917       | EBIT           | 22675        | 26193        | 30736        | 36296        | 41945        |
| <b>负债和权益合计</b> | 106397       | 113893       | 139034       | 156942       | 188899       | EV/EBIT        | 34.57        | 29.78        | 24.83        | 20.80        | 17.47        |
| <b>现金流量表</b>   | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | EV/EBITDA      | 33.84        | 29.21        | 23.92        | 20.08        | 16.93        |
| 经营性现金净流量       | 23112        | 14698        | 28123        | 21243        | 36617        | EV/NOPLAT      | 45.74        | 39.42        | 32.78        | 27.45        | 23.06        |
| 投资性现金净流量       | -1616        | -1722        | -1900        | -1733        | -1533        | EV/IC          | 43.87        | 30.85        | 33.51        | 24.18        | 25.94        |
| 筹资性现金净流量       | -7252        | -9213        | -7489        | -8820        | -10112       | ROIC-WACC      | 0.85         | 1.11         | 0.92         | 1.21         | 1.02         |

资料来源: Wind, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                          |
|--------|------|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上       |
|        | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%  |
|        | 中性   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%  |
|        | 回避   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上       |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上      |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上      |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438