

公司研究

Q3 增速放缓，后续动能仍足

——五粮液（000858.SZ）2021年三季度报点评

要点

事件：五粮液发布2021年三季度报，前三季度营收497.21亿元，同比增长17.01%，归母净利润173.27亿元，同比增长19.13%，Q3单季营收129.69亿元，同比增长10.61%，归母净利润41.27亿元，同比增长11.84%，Q3业绩略低于预期。

单季收入增速放缓，产品结构继续优化。21Q3营收同比增速10.6%，增速环比下降估计与Q3控货以加速渠道库存去化、双节错位影响收入确认节奏有关。另外华东疫情反复、去年同期基数较高也有一定影响。据渠道反馈，浙江、江苏等部分大商上半年已完成计划内回款任务，河南、北京等全年打款接近完成，Q3厂家通过量价管控基本实现库存良性、价格稳定。今年以来普五执行计划内889/计划外999的出厂价，价格双轨制下渠道结构逐渐优化，估计普五量价平稳抬升。经典五粮液从7月底开始采取“1+N+2”渠道模式重点运作，投放回款按节奏推进，目前以培育消费者、卡位高端赛道为主。系列酒矩阵进一步优化清晰，五粮春在提价升级之后成为重点发展产品，在江浙等地区针对宴席场景，初步反馈较好，估计系列酒升级对于均价提升亦有一定贡献。

盈利能力稳步抬升，现金回款增长亮眼。1) 21Q3毛利率76.12%，同比+1.62pct，环比Q2提升4.06pct，主因计划外配额打款占比提升以及经典五粮液配额投放市场所带动，未来伴随经典五粮液推动品牌升维、系列酒进一步聚焦优化，毛利率有望继续上行。21Q3销售费用率14.22%，同比-0.19pct，管理及研发费用率5.15%，同比基本持平（-0.05pct），费用投放延续合理节奏。另外税金及附加占营收比重15.22%，同比小幅提升1.17pct，估计与生产纳税节奏波动有关。综合来看21Q3净利率33.37%，同比/环比分别+0.48/0.70pct。2) 21Q3销售现金回款158.8亿，同比提升59.4%，明显高于收入增速，截至9月底合同负债及其他流动负债52.96亿，较6月底减少18.46亿，估计与季度打款节奏有关。经营性现金流净额66.9亿，同比+141%，销售回款、现金流表现靓丽。

盈利预测、估值与评级：虽然Q3增速有所放缓，但全年回款任务完成无忧，终端动销良好进一步验证五粮液强品牌力。在行业呈现结构性增长、内部分化加剧的背景下，五粮液作为龙头酒企有望继续受益。公司自上而下的产品体系逐步理顺，经典五粮液战略布局清晰，系列酒聚焦核心产品，有望逐步放量，普五平稳运行，且通过数字化手段增强渠道管控，后续发展势能仍足。考虑三季度业绩低于预期，后续放量较为平稳，小幅下调21-22年净利润预测为239.68/287.25亿（较前次预测-2.9%/-2.3%），维持23年净利润预测342.08亿，对应EPS为6.17/7.40/8.81元，当前股价对应P/E为35/29/25倍，维持“买入”评级。

风险提示：经典五粮液反馈不及预期，国内疫情反复，高端白酒市场竞争加剧

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	50,118	57,321	67,934	79,205	91,071
营业收入增长率	25.20%	14.37%	18.52%	16.59%	14.98%
净利润（百万元）	17,402	19,955	23,968	28,725	34,208
净利润增长率	30.02%	14.67%	20.11%	19.85%	19.09%
EPS（元）	4.48	5.14	6.17	7.40	8.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.42%	23.28%	24.05%	24.73%	25.26%
P/E	48	42	35	29	25
P/B	11.3	9.8	8.4	7.2	6.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-29

买入（维持）

当前价：216.51元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

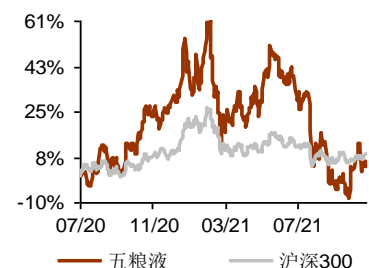
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	38.82
总市值(亿元)	8404.07
一年最低/最高(元)	192.43/353.77
近3月换手率	46.73%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.18	-3.95	-15.94
绝对	-1.31	-1.92	-10.54

资料来源：Wind

相关研报

稳步增长，蓄力前行——五粮液（000858.SZ）2021年半年报点评（2021-08-29）
 重塑价格标杆，蓄力长期发展——五粮液（000858.SZ）动态跟踪（2021-08-24）
 2020 稳健收官，2021 开局良好——五粮液（000858.SZ）2020 年年报及 2021 年一季报点评（2021-04-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	50,118	57,321	67,934	79,205	91,071
营业成本	12,802	14,812	16,452	18,299	20,033
折旧和摊销	438	463	462	556	616
税金及附加	6,984	8,092	9,579	11,168	12,841
销售费用	4,986	5,579	7,337	8,316	8,834
管理费用	2,655	2,610	3,057	3,564	4,098
研发费用	126	131	156	182	182
财务费用	-1,431	-1,486	-1,400	-1,600	-1,700
投资收益	93	94	100	100	100
营业利润	24,246	27,826	33,057	39,621	47,167
利润总额	24,106	27,678	32,972	39,516	47,059
所得税	5,878	6,765	8,045	9,642	11,482
净利润	18,228	20,913	24,927	29,874	35,577
少数股东损益	826	959	959	1,149	1,368
归属母公司净利润	17,402	19,955	23,968	28,725	34,208
EPS(元)	4.48	5.14	6.17	7.40	8.81

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	23,112	14,698	32,274	30,624	37,816
净利润	17,402	19,955	23,968	28,725	34,208
折旧摊销	438	463	462	556	616
净营运资金增加	7,017	13,557	5,900	11,627	10,814
其他	-1,744	-19,277	1,944	-10,284	-7,823
投资活动产生现金流	-1,616	-1,722	-2,059	-1,525	-1,500
净资本支出	-1,607	-987	-2,100	-1,550	-1,550
长期投资变化	1,022	1,850	0	0	0
其他资产变化	-1,032	-2,585	41	25	50
融资活动现金流	-7,252	-9,213	-8,515	-10,614	-13,237
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	100	0	0
无息负债变化	9,326	-4,166	11,511	5,872	7,150
净现金流	14,244	3,763	21,700	18,485	23,079

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	74.5%	74.2%	75.8%	76.9%	78.0%
EBITDA 率	46.3%	46.7%	47.2%	48.6%	50.5%
EBIT 率	45.3%	45.8%	46.5%	47.9%	49.8%
税前净利润率	48.1%	48.3%	48.5%	49.9%	51.7%
归母净利润率	34.7%	34.8%	35.3%	36.3%	37.6%
ROA	17.1%	18.4%	17.8%	18.2%	18.6%
ROE (摊薄)	23.4%	23.3%	24.0%	24.7%	25.3%
经营性 ROIC	23.9%	23.0%	25.8%	27.2%	29.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	28%	23%	27%	27%	26%
流动比率	3.22	3.96	3.43	3.49	3.52
速动比率	2.76	3.44	2.97	3.05	3.12
归母权益/有息债务	-	-	996.60	1161.70	1354.42
有形资产/有息债务	-	-	1398.29	1633.18	1910.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	106,397	113,893	140,417	163,949	191,739
货币资金	63,239	68,210	89,910	108,395	131,474
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	134	41	162	175	186
应收票据	14,643	18,568	19,022	21,385	23,678
其他应收款 (合计)	1,249	36	0	0	0
存货	13,680	13,228	17,244	18,822	20,215
其他流动资产	3,450	2,024	2,024	2,024	2,024
流动资产合计	96,627	102,356	128,739	151,198	178,003
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,022	1,850	1,850	1,850	1,850
固定资产	6,108	5,867	7,436	7,735	8,103
在建工程	811	1,480	1,260	1,620	2,003
无形资产	410	434	524	563	601
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	165	293	293	293	293
非流动资产合计	9,770	11,537	11,677	12,750	13,736
总负债	30,301	26,135	37,746	43,618	50,769
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,258	3,383	4,113	4,575	5,008
应付票据	419	764	823	915	1,002
预收账款	12,531	24	13,587	16,633	20,946
其他流动负债	0	1,117	1,117	1,117	1,117
流动负债合计	30,035	25,879	37,488	43,360	50,511
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	266	256	256	256	256
非流动负债合计	266	256	258	258	258
股东权益	76,096	87,758	102,671	120,330	140,970
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
公积金	18,775	22,381	22,381	22,381	22,381
未分配利润	51,634	59,443	73,397	89,907	109,179
归属母公司权益	74,291	85,706	99,660	116,170	135,442
少数股东权益	1,805	2,052	3,011	4,160	5,528

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.95%	9.73%	10.80%	10.50%	9.70%
管理费用率	5.30%	4.55%	4.50%	4.50%	4.50%
财务费用率	-2.85%	-2.59%	-2.06%	-2.02%	-1.87%
研发费用率	0.25%	0.23%	0.23%	0.23%	0.20%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	2.20	2.58	3.15	3.85	4.58
每股经营现金流	5.95	3.79	8.31	7.89	9.74
每股净资产	19.14	22.08	25.67	29.93	34.89
每股销售收入	12.91	14.77	17.50	20.41	23.46

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	48	42	35	29	25
PB	11.3	9.8	8.4	7.2	6.2
EV/EBITDA	36.3	31.5	26.1	21.7	18.0
股息率	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%	2.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE