

五粮液（000858）：季度间收入波动，不改变长期价值判断

2021年11月5日

强烈推荐/维持

五粮液

公司报告

事件：公司前三季度营业收入为 497.21 亿元，同比增长 17.01%；归母净利润为 173.27 亿元，同比增长 19.13%。其中，2021Q3 营业收入为 129.69 亿元，同比增长 10.61%；归母净利润为 41.27 亿元，同比增长 11.84%。

季度间收入略有波动，不改变长期价值判断。公司三季度收入略低于市场预期，一是发货节奏上今年各个季度发货较为均匀，加之三季度消化前期库存，较往年发货量少，影响收入确认节奏；另一方面是销售主力区河南地区在今年受到水涝灾害影响到了需求。我们认为季度间的收入增幅波动较为正常，不改变公司长期价值判断。

期间费用率平稳，毛利率水平稳健提升。2021Q3 销售费用率为 14.22%，同比下降 0.18%；管理费用率为 4.81%，同比下降 0.12%；财务费用率为 -2.97%，同比增长 0.06%。2021Q3 公司毛利率同比 +1.6ppt 至 76.1%，主要是普五中团购渠道占比进一步提升、经典五粮液放量带动吨价上行，带动净利率同比增长 0.35%。2021Q3 公司经营净现金流同比增长 141%，主因系票据到期兑付，公司应收款项减少 33.6 亿所致。

经典五粮液继续放量，长期经营稳中有进。公司未来将以普五单品稳固千元价格带，经典五粮液卡位超高端市场。下半年起针对经典五粮液执行 1+N+2 销售体系，继续拓展市场广度，将全面开展消费者品鉴培育活动逐步赢得核心消费群体认可。公司作为浓香高端第一品牌的中长期量价增长趋势仍然相对可确定。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 234.55、274.90 和 318.44 亿元，对应 EPS 分别为 6.04、7.08 和 8.20 元。当前股价对应 PE 为 33 倍。看好公司在高端酒赛道持续获得市场份额的能力，以及高端化战略下的品牌张力释放，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：：需求下行、竞品批价大幅回落、产品结构优化不达预期等。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	50118.11	57321.06	66258.94	76338.76	87210.96
增长率（%）	25.20%	14.37%	15.59%	15.21%	14.24%
归母净利润（百万元）	17402.16	19954.81	23455.47	27490.26	31843.83
增长率（%）	29.84%	14.73%	17.47%	16.97%	15.71%
净资产收益率（%）	23.42%	23.28%	21.51%	20.15%	18.95%
每股收益（元）	4.48	5.14	6.04	7.08	8.20
PE	44.42	38.73	32.95	28.12	24.27
PB	13.97	12.11	9.51	7.61	6.17

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

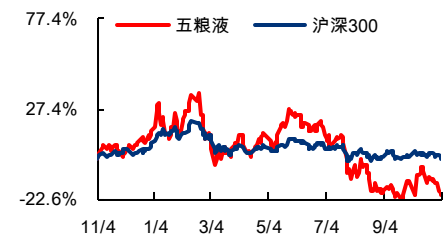
宜宾五粮液股份有限公司是一家以酒业为核心，涉及智能制造、食品包装、现代物流、金融投资、健康产业等领域的特大型国有企业集团。其主导产品五粮液酒历史悠久，文化底蕴深厚，是中国浓香型白酒的典型代表与著名民族品牌，多次荣获“国家名酒”称号，并首批入选中欧地理标志协定保护名录。

资料来源：公司官网，Wind

交易数据

52 周股价区间（元）	344.4-193.93
总市值（亿元）	7,729.45
流通市值（亿元）	7,729.25
总股本/流通 A 股（万股）	388,161/388,161
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.39

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

研究助理：韦香怡

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S14801200700032

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元					利润表							
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
流动资产合计	96627	102356	131255	162512	198660	营业收入	50118	57321	66259	76339	87211						
货币资金	63239	68210	91132	117401	148540	营业成本	12802	14812	17080	19381	21636						
应收账款	134	41	102	138	165	营业税金及附加	6984	8092	8614	9924	11337						
其他应收款	33	36	42	48	55	营业费用	4986	5579	6349	7158	8019						
预付款项	232	247	265	284	306	管理费用	2655	2610	2925	3250	3596						
存货	13680	13228	18067	20501	22886	财务费用	-1431	-1486	-1515	-1530	-1546						
其他流动资产	0	0	0	0	0	研发费用	126	131	158	189	227						
非流动资产合计	9770	11537	12079	12616	13150	资产减值损失	-3.02	-14.11	-8.00	-8.00	-8.00						
长期股权投资	1022	1850	1850	1850	1850	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
固定资产	6108	5867	5445	5020	4591	投资净收益	92.50	93.50	100.00	100.00	100.00						
无形资产	410	434	458	480	501	加:其他收益	159.71	162.37	194.85	233.82	280.58						
其他非流动资产	165	293	293	293	293	营业利润	24246	27826	32956	38314	44335						
资产总计	106397	113893	143333	175128	211810	营业外收入	29.89	40.66	0.00	0.00	0.00						
流动负债合计	30035	25879	30869	34065	37656	营业外支出	169.68	188.64	200.00	0.00	0.00						
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	24106	27678	32756	38314	44335						
应付账款	3258	3383	4050	4372	4789	所得税	5878	6765	8189	9579	11084						
预收款项	12531	24	5651	8525	11689	净利润	18228	20913	24567	28736	33251						
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	826	959	1112	1245	1407						
非流动负债合计	266	256	256	256	256	归属母公司净利润	17402	19955	23455	27490	31844						
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F						
负债合计	30301	26135	31125	34321	37912	成长能力											
少数股东权益	1805	2052	3164	4409	5817	营业收入增长	25.20%	14.37%	15.59%	15.21%	14.24%						
实收资本(或股本)	3882	3882	3882	3882	3882	营业利润增长	29.53%	14.77%	18.44%	16.26%	15.71%						
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683	归属于母公司净利润	30.02%	14.67%	17.54%	17.20%	15.84%						
未分配利润	51634	59443	78794	101473	127745	获利能力											
归属母公司股东权	74291	85706	109044	136397	168082	毛利率(%)	74.46%	74.16%	74.22%	74.61%	75.19%						
负债和所有者权益	106397	113893	143333	175128	211810	净利率(%)	36.37%	36.48%	37.08%	37.64%	38.13%						
现金流量表	单位:百					总资产净利润(%)	16.36%	17.52%	16.36%	15.70%	15.03%						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	23.42%	23.28%	21.51%	20.15%	18.95%						
经营活动现金流	23112	14698	22473	25825	30702	偿债能力											
净利润	18228	20913	24567	28736	33251	资产负债率(%)	28%	23%	22%	20%	18%						
折旧摊销	489.70	511.46	515.79	519.51	523.41	流动比率	3.22	3.96	4.25	4.77	5.28						
财务费用	-1431	-1486	-1515	-1530	-1546	速动比率	2.76	3.44	3.67	4.17	4.67						
应收账款减少	-7	93	-60	-36	-27	营运能力											
预收账款增加	5824	-12507	5627	2874	3165	总资产周转率	0.52	0.52	0.52	0.48	0.45						
投资活动现金流	-1616	-1722	-949	-949	-949	应收账款周转率	383	652	926	637	576						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.64	17.26	17.83	18.13	19.04						
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)											
投资收益	93	94	100	100	100	每股收益(最新摊)	4.48	5.14	6.04	7.08	8.20						
筹资活动现金流	-7252	-9213	1398	1393	1386	每股净现金流(最)	3.67	0.97	5.91	6.77	8.02						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新)	19.14	22.08	28.09	35.14	43.30						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	44.42	38.73	32.95	28.12	24.27						
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	13.97	12.11	9.51	7.61	6.17						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	五粮液（000858）：酱香酒热潮下的高端白酒的竞赛	2021-07-23
行业普通报告	20211031 东兴餐饮周报：三季报印证需求回暖，关注明年提价预期	2021-11-02
行业普通报告	食品饮料行业周观点：关于白酒周期波动的几点思考	2021-10-26
行业普通报告	食品饮料行业报告：食品饮料行业周观点：糖酒会反馈积极，白酒景气度不改	2021-10-13
行业深度报告	植物蛋白饮品系列报告（一）：乘风健康消费，空间广阔、赛道革新	2021-09-16
行业普通报告	食品饮料行业周观点：白酒股价 Q4 能否复苏的两个可观察指标	2021-09-13
行业深度报告	食品饮料：以日鉴中，日本消费格局演变观察	2021-08-24
行业普通报告	食品饮料行业周观点：白酒企业被约谈引发市场走低，维稳出发点利好长期行业发展	2021-08-22
行业普通报告	食品饮料行业周观点：关注下半年原奶供需从紧缺转向紧平衡拐点	2021-08-02

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526