

五粮液 (000858.SZ) 买入 (维持评级)

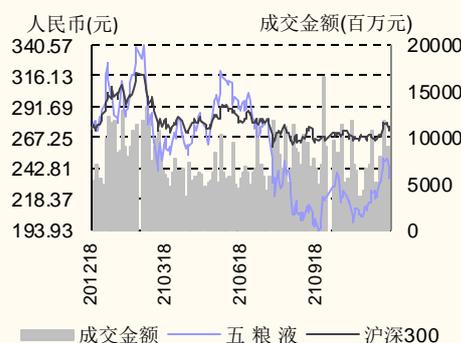
公司点评

市场价格 (人民币): 235.16 元

22 年定调稳中有进, 高质量发展可期

市场数据 (人民币)

总股本 (亿股)	38.82
已上市流通 A 股 (亿股)	38.82
总市值 (亿元)	9,127.99
年内股价最高最低 (元)	341.11/193.93
沪深 300 指数	4955
深证成指	14868



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	50,118	57,321	66,722	77,731	89,390
营业收入增长率	25.20%	14.37%	16.4%	16.5%	15.0%
归母净利润 (百万元)	17,402	19,955	23,624	28,248	33,346
归母净利润增长率	30.02%	14.67%	18.39%	19.57%	18.05%
摊薄每股收益 (元)	4.48	5.14	6.09	7.28	8.59
每股经营性现金流净额	5.95	3.78	5.32	7.43	8.83
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.42%	23.28%	24.28%	25.59%	26.57%
P/E	29.67	56.77	38.64	32.31	27.37
P/B	6.95	13.22	9.38	8.27	7.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 12月18日, 公司召开第25届共商共建共享大会, 总结21年工作成效, 明确22年工作方向。

经营分析

- 21 年顺利收官, 十四五开局打下基础。**21 年稳中有进, 实现了高质量的市场份额提升, 销售收入、市场份额、产品动销均取得了良好成绩。21 年公司产品结构持续优化, 普五价稳量升, 经典五粮液成功导入市场, 纪念酒产品悉数亮相, 系列酒 4+4 品牌完成优化升级, 成功推出新版五粮春、尖庄 1911 等产品。
- 22 年定调稳中有进, 坚持供需平衡。**公司 22 年坚持以高质量的市场份额提升为核心, 加快构建共生共荣的新型厂商关系, 突出文化建设和消费者培育, 强化渠道转型, 强化市场预期, 确保全面实现稳中有进的新发展。22 年营销工作的重点任务为: 1) 坚持文化与服务并举, 计划新建 10 个文化体验馆并投入使用, 优化费用投入的考核方式, 设立消费培育的量化考核目标。2) 坚持供给与需求平衡, 持续提升五粮液市场地位。21 年存在商家盈利水平不及预期的薄弱项, 22 年普五将持续优化计划的配置, 拓展团购渠道, 稳定传统优势市场, 统筹制定高地市场、重点市场的攻坚方案和政策支持; 经典五粮液将继续强化消费者培育, 优化完善 1+n+2 渠道模式, 率先在北京、上海上市经典 30。3) 坚持个性与时尚结合, 丰富文化定制产品体系, 扩大低度酒促销市场费用。4) 坚持规模与价值并重, 持续推动系列酒升级, 打造 10、20、30、50 亿级的大单品。5) 坚持共享与共建并进, 持续筑牢命运共同体, 加快从管理型向赋能型、服务型团队转型。
- 短期步调平稳, 中长期护城河依旧稳固。**渠道反馈, 22 年普五综合打款价已提至 969 (21 年约 920+), 当前渠道库存合理, 批价已回升至 980, 未来成本提升+量价平衡策略有望助推批价上移。我们认为, 普五在千元价格带优势突出, 当前定调供需平衡、稳中有进将确保价值链良性、品牌力领先, 护航中长期发展。经典五粮液具备占位意义, 消费者饮用后反馈向好, 建议关注后续需求培育进度。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 21-23 年收入增速为 16%/17%/15%, 归母净利润增速为 18%/20%/18%, EPS 为 6.09/7.28/8.59 元, 对应 PE 为 39/32/27X, 估值具备性价比, 维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险, 疫情反复风险, 区域市场竞争加剧, 食品安全问题。

相关报告

- 《21Q3 夯实渠道基础, 重视长期高质量发展-五粮液三季报点评》, 2021.10.30
- 《业绩符合预期, 量价齐升逻辑兑现-五粮液 21 年中报点评》, 2021.8.30
- 《业绩符合预期, 全年两位数增长可期-五粮液年报及一季报点评》, 2021.4.29

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李本媛 联系人
libenyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	40,030	50,118	57,321	66,722	77,731	89,390
增长率		25.2%	14.4%	16.4%	16.5%	15.0%
主营业务成本	-10,487	-12,802	-14,812	-16,814	-18,966	-20,917
%销售收入	26.2%	25.5%	25.8%	25.2%	24.4%	23.4%
毛利	29,543	37,316	42,509	49,908	58,764	68,473
%销售收入	73.8%	74.5%	74.2%	74.8%	75.6%	76.6%
营业税金及附加	-5,908	-6,984	-8,092	-9,408	-10,921	-12,649
%销售收入	14.8%	13.9%	14.1%	14.1%	14.1%	14.2%
销售费用	-3,778	-4,986	-5,579	-6,505	-7,423	-8,358
%销售收入	9.4%	9.9%	9.7%	9.8%	9.6%	9.4%
管理费用	-2,340	-2,655	-2,610	-3,036	-3,498	-4,023
%销售收入	5.8%	5.3%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%
研发费用	-84	-126	-131	-133	-148	-161
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	17,432	22,564	26,097	30,825	36,774	43,283
%销售收入	43.5%	45.0%	45.5%	46.2%	47.3%	48.4%
财务费用	1,085	1,431	1,486	1,487	1,688	1,968
%销售收入	-2.7%	-2.9%	-2.6%	-2.2%	-2.2%	-2.2%
资产减值损失	-11	4	13	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	101	93	94	19	20	21
%税前利润	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%
营业利润	18,718	24,246	27,826	32,500	38,662	45,461
营业利润率	46.8%	48.4%	48.5%	48.7%	49.7%	50.9%
营业外收支	-112	-140	-148	-60	-40	-30
税前利润	18,607	24,106	27,678	32,440	38,622	45,431
利润率	46.5%	48.1%	48.3%	48.6%	49.7%	50.8%
所得税	-4,568	-5,878	-6,765	-7,915	-9,424	-11,085
所得税率	24.6%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%
净利润	14,039	18,228	20,913	24,524	29,198	34,346
少数股东损益	654	826	959	900	950	1,000
归属于母公司的净利润	13,384	17,402	19,955	23,624	28,248	33,346
净利率	33.4%	34.7%	34.8%	35.4%	36.3%	37.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	14,039	18,228	20,913	24,524	29,198	34,346
少数股东损益	654	826	959	900	950	1,000
非现金支出	574	487	497	538	606	677
非经营收益	-296	-377	-417	57	-15	-15
营运资金变动	-1,984	4,767	-6,315	-4,475	-931	-719
经营活动现金净流	12,332	23,106	14,678	20,644	28,858	34,290
资本开支	-376	-1,607	-987	-1,350	-1,607	-1,196
投资	8	-10	-735	-3	-2	-1
其他	36	0	0	19	20	21
投资活动现金净流	-332	-1,616	-1,722	-1,334	-1,589	-1,176
股权募资	1,814	0	15	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-5,431	-7,252	-9,228	-12,033	-15,138	-18,244
筹资活动现金净流	-3,618	-7,252	-9,213	-12,033	-15,138	-18,244
现金净流量	8,383	14,238	3,743	7,278	12,131	14,870

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	48,960	63,239	68,210	75,487	87,618	102,489
应收款项	17,134	19,476	20,671	22,302	25,193	28,078
存货	11,795	13,680	13,228	13,820	15,069	16,046
其他流动资产	221	232	247	336	294	314
流动资产	78,110	96,627	102,356	111,944	128,175	146,927
%总资产	90.7%	90.8%	89.9%	90.1%	90.6%	91.4%
长期投资	921	1,023	1,851	1,854	1,856	1,857
固定资产	5,614	6,921	7,349	8,079	9,034	9,514
%总资产	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.4%	5.9%
无形资产	526	503	558	566	574	577
非流动资产	7,984	9,770	11,537	12,277	13,275	13,788
%总资产	9.3%	9.2%	10.1%	9.9%	9.4%	8.6%
资产总计	86,094	106,397	113,893	124,221	141,449	160,715
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	6,152	5,970	6,947	7,670	8,467	9,148
其他流动负债	14,556	24,065	18,932	16,046	18,417	20,899
流动负债	20,708	30,035	25,879	23,716	26,884	30,047
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	267	266	256	256	256	256
负债	20,975	30,301	26,135	23,972	27,140	30,303
普通股股东权益	63,487	74,291	85,706	97,297	110,407	125,510
其中：股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
未分配利润	43,803	51,634	59,443	71,035	84,144	99,247
少数股东权益	1,632	1,805	2,052	2,952	3,902	4,902
负债股东权益合计	86,094	106,397	113,893	124,221	141,449	160,715

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	3.45	4.48	5.14	6.09	7.28	8.59
每股净资产	16.36	19.14	22.08	25.07	28.44	32.33
每股经营现金净流	3.18	5.95	3.78	5.32	7.43	8.83
每股股利	1.70	2.20	2.58	3.10	3.90	4.70
回报率						
净资产收益率	21.08%	23.42%	23.28%	24.28%	25.59%	26.57%
总资产收益率	15.55%	16.36%	17.52%	19.02%	19.97%	20.75%
投入资本收益率	20.20%	22.42%	22.47%	23.25%	24.32%	25.09%
增长率						
主营业务收入增长率	32.61%	25.20%	14.37%	16.40%	16.50%	15.00%
EBIT增长率	41.18%	29.44%	15.66%	18.12%	19.30%	17.70%
净利润增长率	38.36%	30.02%	14.67%	18.39%	19.57%	18.05%
总资产增长率	21.39%	23.58%	7.05%	9.07%	13.87%	13.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.1	1.0	0.6	0.6	0.5	0.5
存货周转天数	389.0	363.2	331.5	300.0	290.0	280.0
应付账款周转天数	109.5	91.4	81.8	85.0	84.0	83.0
固定资产周转天数	48.0	44.5	37.4	33.9	32.2	28.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-75.18%	-83.10%	-77.72%	-75.30%	-76.65%	-78.59%
EBIT利息保障倍数	-16.1	-15.8	-17.6	-20.7	-21.8	-22.0
资产负债率	24.36%	28.48%	22.95%	19.30%	19.19%	18.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
- 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402