

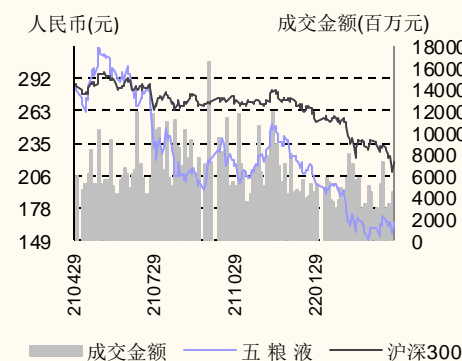
五粮液 (000858.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 165.85 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	38.82
已上市流通 A 股(亿股)	38.81
总市值(亿元)	6,437.65
年内股价最高最低(元)	319.94/149.18
沪深 300 指数	3921
深证成指	10629



一季度业绩超预期，灵活调节收现政策打基础

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	57,321	66,209	74,972	85,682	97,529
营业收入增长率	14.37%	15.51%	13.24%	14.29%	13.83%
归母净利润(百万元)	19,955	23,377	26,988	31,428	36,222
归母净利润增长率	14.67%	17.15%	15.45%	16.45%	15.25%
摊薄每股收益(元)	5.14	6.02	6.95	8.10	9.33
每股经营性现金流净额	3.79	6.79	6.98	8.29	9.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.28%	23.60%	23.99%	24.52%	24.78%
P/E	56.77	36.97	23.85	20.48	17.77
P/B	13.22	8.72	5.72	5.02	4.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 4月28日，公司发布21年年度报告及22年一季报。21年实现营收662.1亿元，同比+15.5%；归母净利233.8亿元，同比+17.2%。22年一季度实现营收275.5亿元，同比+13.3%；归母净利108.2亿元，同比+16.1%。

经营分析

- 一季度业绩符合预期，现金流承压系主动调政策。**22Q1 营收+13%，符合此前预期，考虑到产品端普五 22 年综合出厂价提至 969 元，预计整体价增大个位数，量增小个位数。22Q1 销售收现 137.4 亿元，同比-34.8%；22Q1 末预收款规模 41.0 亿元，同比-27.2%，我们预计系：1) 外部风险扰动下，公司主动降低预收款中现金收付比例，22Q1 应收票据规模 282.9 亿元 (+52.8%)；2) 21 年同期基数受票据到期收现影响较高，22Q1 应收票据环比+18.6% (21 年同期-0.3%)；3) 考虑节奏因素，22Q1+21Q4 销售收现合计 427.2 亿元 (-5.4%)，我们认为收现政策的灵活调整体现了公司稳健的经营模式，与“共商共建共享”理念谋和。
- 盈利能力有所提升，系列酒延续聚焦。**22Q1 归母净利率为 39.3%，同比+1.0pct。其中：1) 毛利率提升 2.0pct 至 78.4%，预计系普五综合成本价提升推动；系列酒方面持续聚焦，21 年清理清退总经销品牌 7 个、产品 509 款。2) 销售费用率+0.3pct 至 7.4%，管理费用率-0.3pct 至 3.6%，税金及附加占比+0.4pct 至 14.1%，整体费用端保持平稳。
- 稳住稳打，未雨绸缪。**公司 22 年规划目标保持两位数的稳健增长，在普五贡献价增的基础上，我们认为放量将更从容。1) 公司自 3 月中下旬起控货梳理渠道，预期重拾渠道信心以挺价从而缓解当前批价承压现状。2) 21 年经销/直销模式营收分别同比+10.5%/+64.4%，公司积极推动在新零售渠道布局，亦鼓励经销渠道加大团购布局以提升利润水平。

投资建议

- 我们预计公司 22-24 年归母净利增速分别为 15%/16%/15%，对应归母净利 270/314/362 亿元；EPS 为 6.95/8.10/9.33 元，对应 PE 分别为 24/20/18X，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险，疫情反复风险，渠道梳理不及预期，食品安全问题。

相关报告

- 《21 年圆满收官，估值修复具有空间-业绩预告点评》，2022.3.10
- 《22 年定调稳中有进，高质量发展可期-五粮液 1218 经销商大会...》，2021.12.19
- 《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

叶韬 联系人
yetao@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	50,118	57,321	66,209	74,972	85,682	97,529	货币资金	63,239	68,210	82,336	94,097	108,813	127,326
增长率		14.4%	15.5%	13.2%	14.3%	13.8%	应收款项	19,476	20,671	25,591	26,192	29,934	32,991
主营业务成本	-12,802	-14,812	-16,319	-18,344	-20,441	-22,981	存货	13,680	13,228	14,015	15,077	16,521	18,259
%销售收入	25.5%	25.8%	24.6%	24.5%	23.9%	23.6%	其他流动资产	232	247	196	249	277	312
毛利	37,316	42,509	49,890	56,628	65,241	74,549	流动资产	96,627	102,356	122,138	135,615	155,546	178,887
%销售收入	74.5%	74.2%	75.4%	75.5%	76.1%	76.4%	%总资产	90.8%	89.9%	90.1%	90.4%	90.9%	91.7%
营业税金及附加	-6,984	-8,092	-9,790	-10,871	-12,338	-14,044	长期投资	1,023	1,851	1,912	1,915	1,917	1,918
%销售收入	13.9%	14.1%	14.8%	14.5%	14.4%	14.4%	固定资产	6,921	7,349	8,256	9,009	9,987	10,491
销售费用	-4,986	-5,579	-6,504	-7,145	-8,140	-9,207	%总资产	6.5%	6.5%	6.1%	6.0%	5.8%	5.4%
%销售收入	9.9%	9.7%	9.8%	9.5%	9.5%	9.4%	无形资产	503	558	714	737	754	759
管理费用	-2,655	-2,610	-2,900	-3,149	-3,599	-4,047	非流动资产	9,770	11,537	13,483	14,418	15,549	16,163
%销售收入	5.3%	4.6%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%	%总资产	9.2%	10.1%	9.9%	9.6%	9.1%	8.3%
研发费用	-126	-131	-177	-201	-230	-261	资产总计	106,397	113,893	135,621	150,033	171,095	195,051
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	0	0	360	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	22,564	26,097	30,520	35,263	40,935	46,989	应付款项	5,970	6,947	9,969	9,307	10,294	11,454
%销售收入	45.0%	45.5%	46.1%	47.0%	47.8%	48.2%	其他流动负债	24,065	18,932	23,286	24,178	27,401	30,861
财务费用	1,431	1,486	1,732	1,805	2,085	2,433	流动负债	30,035	25,879	33,616	33,485	37,695	42,315
%销售收入	-2.9%	-2.6%	-2.6%	-2.4%	-2.4%	-2.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	266	256	613	516	446	394
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	30,301	26,135	34,229	34,001	38,140	42,710
投资收益	93	94	97	95	100	120	普通股股东权益	74,291	85,706	99,068	112,510	128,163	146,203
%税前利润	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	其中：股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
营业利润	24,246	27,826	32,552	37,384	43,361	49,804	未分配利润	51,634	59,443	68,638	82,080	97,732	115,773
营业利润率	48.4%	48.5%	49.2%	49.9%	50.6%	51.1%	少数股东权益	1,805	2,052	2,323	3,522	4,792	6,138
营业外收支	-140	-148	-102	-100	-110	-110	负债股东权益合计	106,397	113,893	135,621	150,033	171,095	195,051
税前利润	24,106	27,678	32,450	37,284	43,251	49,694	比率分析						
利润率	48.1%	48.3%	49.0%	49.7%	50.5%	51.0%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-5,878	-6,765	-7,943	-9,097	-10,553	-12,125	每股指标						
所得税率	24.4%	24.4%	24.5%	24.4%	24.4%	24.4%	每股收益	4.48	5.14	6.02	6.95	8.10	9.33
净利润	18,228	20,913	24,507	28,186	32,698	37,568	每股净资产	19.14	22.08	25.52	28.99	33.02	37.67
少数股东损益	826	959	1,130	1,198	1,270	1,346	每股经营现金净流	5.95	3.79	6.79	6.98	8.29	9.77
归属于母公司的净利润	17,402	19,955	23,377	26,988	31,428	36,222	每股股利	2.20	2.58	3.02	3.49	4.06	4.68
净利率	34.7%	34.8%	35.3%	36.0%	36.7%	37.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	23.42%	23.28%	23.60%	23.99%	24.52%	24.78%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	16.36%	17.52%	17.24%	17.99%	18.37%	18.57%
净利润	18,228	20,913	24,507	28,186	32,698	37,568	投入资本收益率	22.42%	22.47%	22.65%	22.98%	23.28%	23.32%
少数股东损益	826	959	1,130	1,198	1,270	1,346	增长率						
非现金支出	490	511	523	533	608	682	主营业务收入增长率	25.20%	14.37%	15.51%	13.24%	14.29%	13.83%
非经营收益	-377	-417	-202	-143	-125	-121	EBIT增长率	29.44%	15.66%	16.95%	15.54%	16.08%	14.79%
营运资金变动	4,767	-6,315	1,547	-1,487	-1,004	-209	净利润增长率	30.02%	14.67%	17.15%	15.45%	16.45%	15.25%
经营活动现金净流	23,109	14,692	26,375	27,090	32,177	37,921	总资产增长率	23.58%	7.05%	19.08%	10.63%	14.04%	14.00%
资本开支	-1,607	-987	-1,533	-1,396	-1,697	-1,284	资产管理能力						
投资	-10	-735	-6	-3	-2	-1	应收账款周转天数	1.0	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
其他	0	0	42	95	100	120	存货周转天数	363.2	331.5	304.7	300.0	295.0	290.0
投资活动现金净流	-1,616	-1,722	-1,497	-1,304	-1,599	-1,165	应付账款周转天数	91.4	81.8	98.3	95.0	93.0	91.0
股权募资	0	15	0	0	0	0	固定资产周转天数	44.5	37.4	30.9	29.0	28.3	25.6
债权募资	0	0	0	-360	0	0	偿债能力						
其他	-7,252	-9,228	-11,270	-13,568	-15,791	-18,193	净负债/股东权益	-83.10%	-77.72%	-80.85%	-81.10%	-81.84%	-83.58%
筹资活动现金净流	-7,252	-9,213	-11,270	-13,928	-15,791	-18,193	EBIT利息保障倍数	-15.8	-17.6	-17.6	-19.5	-19.6	-19.3
现金净流量	14,241	3,757	13,608	11,858	14,787	18,563	资产负债率	28.48%	22.95%	25.24%	22.66%	22.29%	21.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	9	34	93	134	277
增持	1	3	8	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.10	1.08	1.08	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

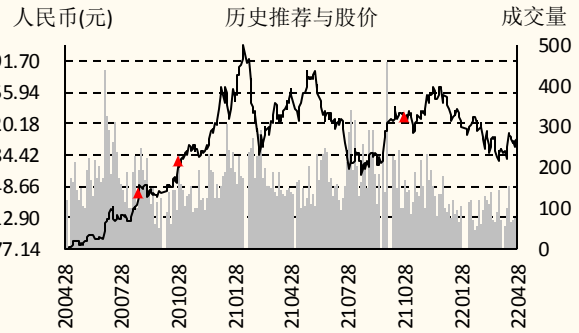
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-28	买入	238.08	N/A
2	2020-10-30	买入	250.00	N/A
3	2021-04-29	买入	285.60	N/A
4	2021-08-30	买入	205.68	N/A
5	2021-10-30	买入	216.51	N/A
6	2021-12-19	买入	235.16	N/A
7	2022-03-10	买入	162.88	N/A

来源：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