

产品结构不断优化, 经营质量持续向好

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年年报及2022年一季报, 2021年实现营收662亿元, 同比+15.5%, 实现归母净利润234亿元, 同比+17.2%; 同时, 公司拟每10股派发现金红利30.23元(含税)。22Q1实现营收275亿元, 同比+13.3%, 实现归母净利润108亿元, 同比+16.1%, 符合市场预期。
- **全年稳健收官, 2022年顺利实现开门红。** 1、分产品看, 五粮液、系列酒分别实现营收491亿元(+11.5%)、126亿元(+50.7%), 五粮液系列量价分别增长3.8%、7.4%, 八代普五实现“量稳价升”, 终端动销再创新高; 系列酒品牌结构持续优化, 增速亮眼。2、分渠道看, 经销、直销分别实现营收501亿元(+10.5%)、116亿元(+64.4%), 公司持续聚焦消费意见领袖的圈群培育, 倾力打造团购和线上销售渠道, 直销营收占比提升5.3个百分点至18.8%, 渠道结构显著优化。3、全年现金流较为乐观, 22Q1受打款方式调整影响较大。一季度末预收款36亿元, 同比下滑28%, 主因: 22Q1受疫情多点反弹影响, 公司积极调整打款方式, 减小经销商资金成本压力, 有效保持增长势能延续。
- **产品结构显著优化, 经营质量稳中向好。** 1、2021年全年毛利率提升1.2个百分点至78.4%: 1)、直营比例大幅提升, 带动整体吨价上行; 2)、系列酒缩减SKU、聚焦核心单品, 量价提升, 量价分别增长15.3%、30.7%, 毛利率提升4个百分点至59.7%。2、公司持续高举高打进行品牌建设, 对于五粮液系列, 持续推进全方位、立体化的品牌文化传播, 品牌价值不断凸显; 系列酒深化落实“打造四大全国性品牌”战略, 加速品牌价值回归, 品牌形象大幅提升, 叠加规模效应下, 销售费用率基本平稳, 同时管理费用率略有下降。3、公司2021年、2022Q1净利率同比分别提升0.5、1.1个百分点至37.0%、41.3%, 经营质量稳中向好。
- **批价稳健上行、人事调整靴子落地, 经营管理持续向好。** 1、2022年3月下旬针对普五进行控货、4月中下旬批价快速提升, 挺价工作成效显著(960元提升至980元左右), 普五价盘得到有效夯实, 为全年稳健的量价成长奠定坚实基础。2、2022年3月推出次高端新品“五粮春名门”, 强化系列酒腰部力量, 有望带来显著增量; 第二代五粮春已经完成全国招商, “三性一度”战略稳步推进, 系列酒产品结构不断优化, 将持续增强公司盈利能力。3、新管理层带领公司步入发展新周期, 有望在渠道变革、产品矩阵优化、精细化管理提升等方面有所突破, 经营管理持续向好。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为7.03元、8.05元、9.11元, 对应PE分别为23倍、20倍、18倍。公司步入发展新周期, 边际向好值得期待, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险, 新冠疫情反复风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	662.09	747.68	845.19	942.05
增长率	15.51%	12.93%	13.04%	11.46%
归属母公司净利润(亿元)	233.77	272.92	312.33	353.59
增长率	17.15%	16.75%	14.44%	13.21%
每股收益EPS(元)	6.02	7.03	8.05	9.11
净资产收益率ROE	24.17%	24.20%	23.85%	23.35%
PE	27	23	20	18
PB	6.21	5.32	4.58	3.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xiaji@swsc.com.cn

联系人: 舒尚立
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	38.82
流通A股(亿股)	38.81
52周内股价区间(元)	149.18-323.03
总市值(亿元)	6,293.25
总资产(亿元)	1,182.62
每股净资产(元)	23.96

相关研究

1. 五粮液(000858): 全年目标顺利达成, 边际向好值得期待 (2022-03-11)
2. 五粮液(000858): 全年目标完成无虞, 稳健增长蓄力来年 (2021-10-31)
3. 五粮液(000858): 业绩符合预期, 直销渠道亮眼 (2021-08-30)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	662.09	747.68	845.19	942.05	净利润	245.07	286.04	327.37	370.63
营业成本	163.19	182.15	204.84	225.93	折旧与摊销	5.23	3.12	3.70	3.99
营业税金及附加	97.90	110.55	124.97	139.29	财务费用	-17.32	-30.92	-36.75	-44.20
销售费用	65.04	73.42	81.98	90.44	资产减值损失	-0.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	29.00	32.52	35.50	38.62	经营营运资本变动	17.41	-28.98	10.24	12.79
财务费用	-17.32	-30.92	-36.75	-44.20	其他	17.43	-0.30	-0.30	-0.30
资产减值损失	-0.08	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	267.75	228.96	304.26	342.90
投资收益	0.97	0.30	0.30	0.30	资本支出	-9.55	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-5.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-14.97	-5.00	-5.00	-5.00
营业利润	325.52	380.25	434.95	492.27	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.02	-1.71	-1.63	-1.67	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	324.50	378.53	433.32	490.60	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	79.43	92.49	105.95	119.97	支付股利	-100.15	-118.05	-136.46	-156.16
净利润	245.07	286.04	327.37	370.63	其他	-12.54	27.62	36.95	44.40
少数股东损益	11.30	13.13	15.05	17.04	筹资活动现金流净额	-112.69	-90.44	-99.51	-111.76
归属母公司股东净利润	233.77	272.92	312.33	353.59	现金流量净额	140.08	133.53	199.75	226.15
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	823.36	956.88	1156.64	1382.78	成长能力				
应收和预付款项	241.45	288.04	316.89	343.74	销售收入增长率	15.51%	12.93%	13.04%	11.46%
存货	140.15	236.79	256.05	271.11	营业利润增长率	16.98%	16.81%	14.39%	13.18%
其他流动资产	16.42	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	17.19%	16.72%	14.45%	13.21%
长期股权投资	19.11	19.11	19.11	19.11	EBITDA 增长率	16.73%	12.45%	14.03%	12.48%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	82.51	84.69	86.29	87.59	毛利率	75.35%	75.64%	75.76%	76.02%
无形资产和开发支出	5.58	5.44	5.30	5.16	三费率	11.59%	10.03%	9.55%	9.01%
其他非流动资产	27.62	27.77	27.91	28.06	净利率	37.02%	38.26%	38.73%	39.34%
资产总计	1356.21	1618.73	1868.20	2137.56	ROE	24.17%	24.20%	23.85%	23.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.07%	17.67%	17.52%	17.34%
应付和预收款项	148.15	370.31	421.18	468.93	ROIC	151.08%	160.63%	171.71%	205.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	47.34%	47.14%	47.55%	47.99%
其他负债	194.14	66.51	74.19	81.35	营运能力				
负债合计	342.29	436.82	495.38	550.28	总资产周转率	0.53	0.50	0.48	0.47
股本	38.82	38.82	38.82	38.82	固定资产周转率	11.54	11.96	11.67	12.46
资本公积	26.83	26.83	26.83	26.83	应收账款周转率	1252.90	984.37	966.99	1003.83
留存收益	925.04	1079.90	1255.77	1453.20	存货周转率	1.20	0.97	0.83	0.86
归属母公司股东权益	990.68	1145.55	1321.41	1518.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	122.27%	—	—	—
少数股东权益	23.23	36.36	51.41	68.44	资本结构				
股东权益合计	1013.92	1181.91	1372.82	1587.29	资产负债率	25.24%	26.99%	26.52%	25.74%
负债和股东权益合计	1356.21	1618.73	1868.20	2137.56	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.63	3.44	3.54	3.68
					速动比率	3.22	2.89	3.01	3.18
					股利支付率	42.84%	43.26%	43.69%	44.16%
业绩和估值指标					每股指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	313.43	352.45	401.90	452.06	每股收益	6.02	7.03	8.05	9.11
PE	26.92	23.06	20.15	17.80	每股净资产	26.12	30.45	35.37	40.89
PB	6.21	5.32	4.58	3.96	每股经营现金	6.90	5.90	7.84	8.83
PS	9.51	8.42	7.45	6.68	每股股利	2.58	3.04	3.52	4.02
EV/EBITDA	17.38	15.07	12.71	10.80					
股息率	1.59%	1.88%	2.17%	2.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn