

评级：买入（维持）

市场价格：162.13元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

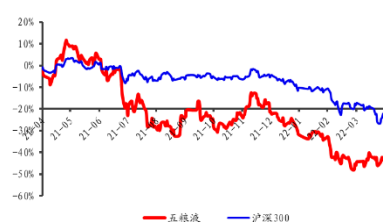
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	57,321	66,209	75,497	87,937	101,190
增长率 yoy%	14.37%	15.51%	14.03%	16.48%	15.07%
净利润（百万元）	19,955	23,377	27,157	32,128	36,670
增长率 yoy%	14.67%	17.15%	16.17%	18.31%	14.14%
每股收益（元）	5.14	6.02	7.00	8.28	9.45
每股现金流量	3.79	6.90	5.68	15.10	2.01
净资产收益率	23.28%	23.60%	23.54%	23.86%	23.41%
P/E	31.54	26.92	23.17	19.59	17.16
PEG	1.83	1.66	1.45	1.14	1.06
P/B	7.34	6.35	5.46	4.67	4.02

备注：股价数据更新截止 2022 年 4 月 29 日。

基本状况

总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	38.82
市价(元)	162.13
市值(亿元)	6293.25
流通市值(亿元)	6293.25

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1. 五粮液：管理层调整落地，估值修复为大逻辑
2. 五粮液：价格走弱的背后是什么？
3. 五粮液：表观业绩放缓，实际回款仍优

投资要点

- **事件：**五粮液公告 2021 年年报及 2022 年一季报，21 年实现收入 662.09 亿元，同增 15.51%；归母净利润 233.77 亿元，同增 17.15%；扣非归母净利润 233.28 亿元，同增 16.67%；22Q1 实现收入 275.48 亿元，同增 13.25%；归母净利润 108.23 亿元，同增 16.08%；扣非归母净利润 108.42 亿元，同增 16.35%。
- **21 年增长稳健，结构提升更为明显。**公司 21Q4 分别实现收入/归母净利润 164.88/60.50 亿元，分别同增 11.19%/11.84%。分产品看，21 年五粮液酒实现双位数增长，其中价增为主要贡献（7.4%），主要源于计划外占比提升带动的吨酒价格上涨，而量增 3.8%，系 21 年消化递延发货的影响，实际渠道调研反馈市场动销表现更强；系列酒大幅增长 50.7%，其中价增贡献 30.7%，量增贡献 15.3%，主要源于系列酒品牌瘦身和聚焦后成效显著，中高端品牌增长更为明显。分渠道拆分，由于 21 年以来大力发展企业客户团购和线上直营销售，直销模式销售收入增长 64.4%，收入占比提升 5.2pct 至 17.51%，也有利于拉动公司长期利润水平的提升。
- **22Q1 符合预期，主动出击缓解渠道压力。**22Q1 收入业绩符合预期，较 21Q4 均有加速。毛利率受益于普五、1618 等核心单品提价同比提升 1.98pct 至 78.41%，费用率基本保持稳定，营业利润率提升 1.51pct 至 55.06%。回款指标上，销售回款实现 137.35 亿元，同比下降 34.8%，而应收票据环比增加 44.34 亿，主要系疫情下公司放松票据政策以缓解经销商资金压力，同时渠道调研反馈部分大商在 21 年 12 月回款较多。总体来看，公司回款进度积极，渠道资金压力不高，也更有利于供给侧改革。
- **目标全年收入双位数增长，预计完成难度不大。**21 年年报中正式提出公司营业总收入继续保持两位数的稳健增长，我们认为完成难度不大：目前普五回款和发货完成进度较好，3-4 月动销一定程度受到疫情影响。由于今年将计划内和计划外销售都签订合同，因此 22 年合同量高于 21 年，且 21 年消化延迟发货导致实际市场动销量较大。因此我们认为今年一季度的计划完成质量良好。目前渠道反馈经销商库存良性，随着华东等地疫情回暖和需求复苏，社会库存有望得到进一步消化。随着批价的逐步上行，预计中秋国庆旺季时渠道库存和推力都将处于更有利的位置。
- **关注批价上行带来的估值修复机遇。**我们 3 月初在深度报告《价格走弱的背后是什么？》对价格逻辑和趋势进行了深入分析。在今年增长放量压力不大、公司急需保证顺价成果的大背景下，又有四大供给侧的变化利好批价上行，随着淡季渠道管理政策陆续推出，我们认为今年批价上行概率较大。目前批价已小幅回升至 980 元，预计华东疫情回暖后将有更明显的表现。新任管理层以上届核心班子为中心，通常新管理层上任后改革意愿会更加强烈，供给侧改革有望延续并深化。目前五粮液较高端酒板块（茅台、泸州老窖）估值折价明显，有较大的修复空间。建议关注批价改善、改革深化等催化下的估值修复机遇。
- **盈利预测及投资建议：**维持“买入”评级。我们维持 2022-2023 年盈利预测不变，并增加 2024 年盈利预测。预计 2022-2024 年公司收入分别为 755/879/101 亿元，同比增长 14.0%/16.5%/15.1%；净利润分别为 272/321/367 亿元，同比增长 16.2%/18.3%/14.1%，对应 EPS 分别为 7.00/8.28/9.45 元，对应 PE 分别为 23/20/17 倍，重点推荐。
- **风险提示：**全球疫情持续扩散、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故。

图表 1: 五粮液财务预测三张报表

损益表 (人民币百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	57,321	66,209	75,497	87,937	101,190
增长率	14.4%	15.5%	14.0%	16.5%	15.1%
营业成本	-14,812	-16,319	-18,722	-20,914	-24,030
% 销售收入	25.8%	24.6%	24.8%	23.8%	23.7%
毛利	42,509	49,890	56,775	67,023	77,160
% 销售收入	74.2%	75.4%	75.2%	76.2%	76.3%
营业税金及附加	-8,092	-9,790	-10,343	-12,223	-14,167
% 销售收入	14.1%	14.8%	13.7%	13.9%	14.0%
营业费用	-5,579	-6,504	-6,568	-7,563	-9,411
% 销售收入	9.7%	9.8%	8.7%	8.6%	9.3%
管理费用	-2,610	-2,900	-3,511	-4,045	-4,210
% 销售收入	4.6%	4.4%	4.7%	4.6%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	26,228	30,697	36,353	43,192	49,374
% 销售收入	45.8%	46.4%	48.2%	49.1%	48.8%
财务费用	1,486	1,732	1,306	1,361	1,471
% 销售收入	-2.6%	-2.6%	-1.7%	-1.5%	-1.5%
资产减值损失	-14	-8	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	94	97	89	89	89
% 税前利润	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	27,793	32,519	37,753	44,647	50,938
营业利润率	48.5%	49.1%	50.0%	50.8%	50.3%
营业外收支	-148	-102	-97	-98	-93
税前利润	27,645	32,417	37,656	44,548	50,845
利润率	48.2%	49.0%	49.9%	50.7%	50.2%
所得税	-6,765	-7,943	-9,186	-10,868	-12,404
所得税率	24.5%	24.5%	24.4%	24.4%	24.4%
净利润	20,913	24,507	28,461	33,672	38,432
少数股东损益	959	1,130	1,304	1,543	1,761
归属于母公司的净利润	19,955	23,377	27,157	32,128	36,670
净利率	34.8%	35.3%	36.0%	36.5%	36.2%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	20,913	24,507	28,461	33,672	38,432
加: 折旧和摊销	511	523	491	503	514
资产减值准备	6	6	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	70	-1,306	-1,361	-1,471
投资收益	-94	-97	-89	-89	-89
少数股东损益	959	1,130	1,304	1,543	1,761
营运资金的变动	3,232	5,833	-5,507	25,905	-29,601
经营活动现金净流	14,698	26,775	22,050	58,630	7,785
固定资本投资	-428	-907	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-1,722	-1,497	-94	-94	-84
股利分配	-10,015	-10,015	-10,863	-12,851	-14,668
其他	801	-1,255	1,306	1,361	1,471
筹资活动现金净流	-9,213	-11,269	-9,557	-11,490	-13,197
现金净流量	3,763	14,009	12,399	47,046	-5,496

资产负债表 (人民币百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	68,210	82,336	94,735	141,781	136,285
应收款项	18,646	23,950	24,621	31,953	33,148
存货	13,228	14,015	17,239	17,675	22,441
其他流动资产	2,272	1,837	1,954	1,897	2,039
流动资产	102,356	122,138	138,550	193,305	193,912
% 总资产	89.9%	90.1%	91.4%	93.8%	94.0%
长期投资	1,850	1,911	1,911	1,911	1,911
固定资产	5,867	5,610	5,201	4,790	4,376
% 总资产	5.2%	4.1%	3.4%	2.3%	2.1%
无形资产	434	556	627	689	741
非流动资产	11,537	13,483	13,110	12,726	12,358
% 总资产	10.1%	9.9%	8.6%	6.2%	6.0%
资产总计	113,893	135,621	151,660	206,031	206,270
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	6,933	9,943	8,384	41,934	18,410
其他流动负债	18,946	23,673	23,673	23,673	23,673
流动负债	25,879	33,616	32,057	65,607	42,083
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	256	613	613	613	613
负债	26,135	34,229	32,670	66,220	42,696
普通股股东权益	85,706	99,068	115,362	134,640	156,642
少数股东权益	2,052	2,323	3,628	5,171	6,933
负债股东权益合计	113,893	135,621	151,660	206,031	206,270

比率分析					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标					
每股收益 (元)	5.14	6.02	7.00	8.28	9.45
每股净资产 (元)	22.08	25.52	29.72	34.69	40.35
每股经营现金净流 (元)	3.79	6.90	5.68	15.10	2.01
每股股利 (元)	2.58	2.58	2.80	3.31	3.78
回报率					
净资产收益率	23.28%	23.60%	23.54%	23.86%	23.41%
总资产收益率	18.36%	18.07%	18.77%	16.34%	18.63%
投入资本收益率	173.95%	131.91%	165.36%	149.24%	-882.25%
增长率					
营业总收入增长率	14.37%	15.51%	14.03%	16.48%	15.07%
EBIT增长率	15.58%	16.96%	18.30%	18.77%	14.28%
净利润增长率	14.67%	17.15%	16.17%	18.31%	14.14%
总资产增长率	7.05%	19.08%	11.83%	35.85%	0.12%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转天数	84.5	74.1	74.5	71.5	71.4
应付账款周转天数	80.7	96.9	88.8	92.9	90.8
固定资产周转天数	37.6	31.2	25.8	20.5	16.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-93.82%	-93.08%	-118.85%	-97.22%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-17.7	-17.8	-27.9	-31.8	-33.6
资产负债率	22.95%	25.24%	21.54%	32.14%	20.70%

来源: wind、中泰证券研究所, 股价数据更新截止 2022 年 4 月 29 日

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。