

市场价格 (人民币): 166.18 元

## 小步慢跑，顺势而为

## 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)	6,450.46
年内股价最高最低(元)	312.68/149.18
沪深 300 指数	4029
深证成指	11310

## 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	75,682	86,255	97,588
营业收入增长率	14.4%	15.5%	14.3%	14.0%	13.1%
归母净利润(百万元)	19,955	23,377	27,177	31,523	36,247
归母净利润增长率	14.7%	17.2%	16.3%	16.0%	15.0%
摊薄每股收益(元)	5.14	6.02	7.00	8.12	9.34
每股经营性现金流净额	3.79	6.90	6.97	8.13	9.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.28%	23.60%	24.13%	24.57%	24.77%
P/E	56.77	36.97	23.74	20.46	17.80
P/B	13.22	8.72	5.73	5.03	4.41

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 5月27日, 公司召开21年年度股东大会。1) 业绩端看, 公司强调22年双位数增长目标, 秉承稳健的主基调。2) 产品端, 抓好普五量稳价升的节奏, 巩固千元价位核心地位; 经典五粮液践行配额制, 定位品牌价值提升的抓手; 系列酒聚焦四大战略品牌, 加码渠道变革。

## 经营分析

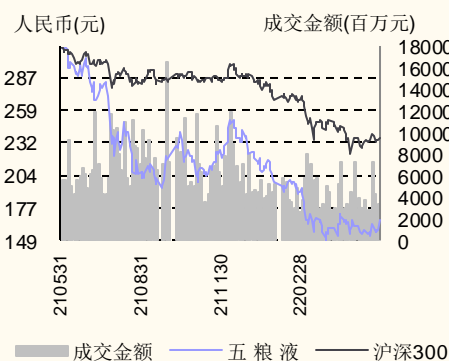
- 阶段性挺价目标未动摇, 灵活性回款加速。**公司自3月中下旬起控货梳理渠道, 预期重拾渠道信心, 环比看普五批价提升仍取得一定成效。从回款角度看, 市场亦有传闻要求部分地区6月末完成全年回款, 此前部分大商以票据打完全年款项, 我们了解到Q2回款陆续进行中, 但回款政策有灵活调整, 部分渠道现金流压力较高可延迟完成全年计划, 对西南等区域中小商也加大财务公司票据支持与执行力度, 其中融资成本处于合理范畴。我们预计截至二季度末, 公司全国面上回款进度或达60%+, 但发货节奏仍有所滞后, 虽5月环比发货有所加速, 但良性发展思维下并未对渠道进行压货, 并未动摇量价均衡下的挺价目标。
- 动销韧性较强, 关注中长期新增长曲线。**根据云酒头条报道, 公司于股东大会披露截至4月末已完成50%动销目标, 11个地区实现正增, 2个区域实现15%以上增长, 目前看进度基本与去年同期持平, 保持较好韧性。其中我们预计上海年初至今动销下滑双位数, 江浙低度婚庆市场也有所扰动, 安徽表现相对较优。短期看, 疫后修复预期下阶段性需求回补可期, 且公司加大促销下费用支持力度, 预计双位数目标完成无虞。中长期看, 当前普五挺价策略下渠道利润回暖, 经典五粮液由配额制运作, 品牌优势下有望贡献新增长曲线。目前估值具备较高安全边际, 向上弹性亦充足。

## 投资建议

- 我们预计公司22-24年归母净利增速分别为16.3%/16.0%/15.0%, 对应归母净利272/315/362亿元; EPS为7.00/8.12/9.34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

- 《一季度业绩超预期, 灵活调节收现政策打基础-五粮液21年报&22Q1业绩点评》, 2022.4.29
- 《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

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchenqian@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	75,682	86,255	97,588	货币资金	63,239	68,210	82,336	93,961	108,168	124,802
增长率		14.4%	15.5%	14.3%	14.0%	13.1%	应收款项	19,476	20,671	25,591	27,192	31,854	36,917
主营业务成本	-12,802	-14,812	-16,319	-18,370	-20,641	-23,008	存货	13,680	13,228	14,015	15,099	16,852	18,658
%销售收入	25.5%	25.8%	24.6%	24.3%	23.9%	23.6%	其他流动资产	232	247	196	240	318	416
毛利	37,316	42,509	49,890	57,311	65,614	74,580	流动资产	96,627	102,356	122,138	136,492	157,192	180,794
%销售收入	74.5%	74.2%	75.4%	75.7%	76.1%	76.4%	%总资产	90.8%	89.9%	90.1%	90.4%	91.1%	91.6%
营业税金及附加	-6,984	-8,092	-9,790	-10,936	-12,335	-13,809	长期投资	1,023	1,851	1,912	2,008	2,108	2,214
%销售收入	13.9%	14.1%	14.8%	14.5%	14.3%	14.2%	固定资产	6,921	7,349	8,256	8,909	9,598	10,317
销售费用	-4,986	-5,579	-6,504	-7,228	-8,108	-9,027	%总资产	6.5%	6.5%	6.1%	5.9%	5.6%	5.2%
%销售收入	9.9%	9.7%	9.8%	9.6%	9.4%	9.3%	无形资产	503	558	714	792	867	940
管理费用	-2,655	-2,610	-2,900	-3,216	-3,580	-3,904	非流动资产	9,770	11,537	13,483	14,432	15,439	16,498
%销售收入	5.3%	4.6%	4.4%	4.3%	4.2%	4.0%	%总资产	9.2%	10.1%	9.9%	9.6%	8.9%	8.4%
研发费用	-126	-131	-177	-227	-259	-293	<b>资产总计</b>	<b>106,397</b>	<b>113,893</b>	<b>135,621</b>	<b>150,924</b>	<b>172,631</b>	<b>197,292</b>
%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	35,704	41,333	47,549	应付款项	5,970	6,947	9,969	9,492	10,595	11,748
%销售收入	45.0%	45.5%	46.1%	47.2%	47.9%	48.7%	其他流动负债	24,065	18,932	23,286	24,657	28,165	31,971
财务费用	1,431	1,486	1,732	1,800	2,072	2,393	流动负债	30,035	25,879	33,616	34,149	38,760	43,719
%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	-4	-13	-10	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	<b>负债</b>	<b>30,301</b>	<b>26,135</b>	<b>34,229</b>	<b>34,665</b>	<b>39,206</b>	<b>44,114</b>
投资收益	93	94	97	105	114	123	<b>普通股股东权益</b>	<b>74,291</b>	<b>85,706</b>	<b>99,068</b>	<b>112,602</b>	<b>128,301</b>	<b>146,352</b>
%税前利润	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	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	37,832	43,748	50,300	未分配利润	51,634	59,443	68,638	82,172	97,870	115,921
营业利润率	48.4%	48.5%	49.2%	50.0%	50.7%	51.5%	少数股东权益	1,805	2,052	2,323	3,657	5,124	6,826
营业外收支	-140	-148	-102	-82	-65	-52	<b>负债股东权益合计</b>	<b>106,397</b>	<b>113,893</b>	<b>135,621</b>	<b>150,924</b>	<b>172,631</b>	<b>197,292</b>
税前利润	24,106	27,678	32,450	37,751	43,682	50,248	<b>比率分析</b>						
利润率	48.1%	48.3%	49.0%	49.9%	50.6%	51.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-5,878	-6,765	-7,943	-9,240	-10,692	-12,299	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.4%	24.4%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	每股收益	4.483	5.141	6.023	7.001	8.121	9.338
净利润	18,228	20,913	24,507	28,510	32,990	37,949	每股净资产	19.139	22.080	25.523	29.009	33.054	37.704
少数股东损益	826	959	1,130	1,334	1,467	1,702	每股经营现金净流	5.954	3.787	6.898	6.970	8.125	9.382
归属于母公司的净利润	17,402	19,955	23,377	27,177	31,523	36,247	每股股利	2.200	2.580	3.020	3.515	4.077	4.688
净利率	34.7%	34.8%	35.3%	35.9%	36.5%	37.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	23.42%	23.28%	23.60%	24.13%	24.57%	24.77%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	16.36%	17.52%	17.24%	18.01%	18.26%	18.37%
净利润	18,228	20,913	24,507	28,510	32,990	37,949	投入资本收益率	22.42%	22.47%	22.65%	23.19%	23.40%	23.44%
少数股东损益	826	959	1,130	1,334	1,467	1,702	<b>增长率</b>						
非现金支出	493	517	923	534	598	670	主营业务收入增长率	25.20%	14.37%	15.51%	14.31%	13.97%	13.14%
非经营收益	-377	-417	-202	-171	-218	-263	EBIT增长率	29.44%	15.66%	16.95%	16.99%	15.77%	15.04%
营运资金变动	4,767	-6,315	1,547	-1,817	-1,831	-1,938	净利润增长率	30.02%	14.67%	17.15%	16.25%	15.99%	14.99%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>23,112</b>	<b>14,698</b>	<b>26,775</b>	<b>27,057</b>	<b>31,539</b>	<b>36,417</b>	总资产增长率	23.58%	7.05%	19.08%	11.28%	14.38%	14.29%
资本开支	-1,607	-987	-1,533	-1,300	-1,384	-1,472	<b>资产管理能力</b>						
投资	-10	-735	-6	-116	-150	-175	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	105	114	123	存货周转天数	363.2	331.5	304.7	300.0	298.0	296.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,616</b>	<b>-1,722</b>	<b>-1,497</b>	<b>-1,311</b>	<b>-1,421</b>	<b>-1,525</b>	应付账款周转天数	91.4	81.8	98.3	98.0	97.0	96.0
股权募资	0	15	0	0	0	0	固定资产周转天数	44.5	37.4	30.9	28.8	26.9	25.3
债权募资	0	0	0	-360	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-7,252	-9,228	-11,269	-13,664	-15,840	-18,207	净负债/股东权益	-83.10%	-77.72%	-80.85%	-80.84%	-81.12%	-81.57%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-7,252</b>	<b>-9,213</b>	<b>-11,269</b>	<b>-14,024</b>	<b>-15,840</b>	<b>-18,207</b>	EBIT利息保障倍数	-15.8	-17.6	-17.6	-19.8	-20.0	-19.9
<b>现金净流量</b>	<b>14,244</b>	<b>3,763</b>	<b>14,008</b>	<b>11,722</b>	<b>14,278</b>	<b>16,685</b>	资产负债率	28.48%	22.95%	25.24%	22.97%	22.71%	22.36%

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	6	49	110	170	286
增持	0	2	7	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.04	1.06	1.07	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。

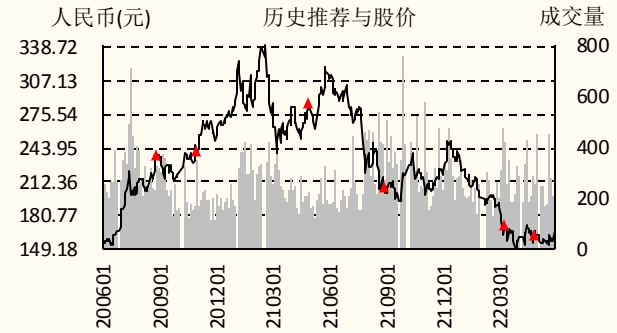
最终评分与平均投资建议对照：

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
8	2022-04-29	买入	165.85	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