

五粮液

000858

买入 (维持)

环境承压，中报仍稳

2022年8月26日

市场数据

市场数据日期	2022-8-25
收盘价(元)	169.41
总股本(百万股)	3,881.61
流通股本(百万股)	3,881.45
总市值(百万元)	657,583.21
流通市值(百万元)	657,555.64
净资产(百万元)	102,433.33
总资产(百万元)	130,315.87
每股净资产(元)	26.39

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	66209	74097	84878	95877
同比增长	15.51%	11.91%	14.55%	12.96%
归母净利润(百万元)	23377	26512	31031	35592
同比增长	17.15%	13.41%	17.05%	14.70%
毛利率	75.35%	76.38%	77.32%	78.19%
净利率	37.02%	37.50%	38.32%	38.91%
净资产收益率	23.60%	23.29%	23.57%	23.45%
每股收益(元)	6.02	6.83	7.99	9.17
每股经营现金流(元)	6.90	7.12	7.34	7.79

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《五粮液: 砥砺前行, 价值布局》
2022-06-30《五粮液 2021&22Q1: 换届落地, 稳中求进基调不改》
2022-04-29《五粮液: 2021 增长彰显稳健, 人事落定期待新篇章》
2022-03-10

分析师:

苏斌

sucheng21@xyzq.com.cn
S0190521120003

金旻

jinhan@xyzq.com.cn
S0190521080003

- **事件:** 公司公告 2022 年中报, 22H1 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 412.22/150.99/151.11 亿元, 同比+12.17%/+14.38%/+15.05%。其中 22Q2 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 136.74/42.76/42.69 亿元, 同比+10.04%/+10.30%/+11.88%。
- **业绩符合预期, 收入保持双位数稳健增长。** 22H1 五粮液系列收入 319.73 亿元, 同增 17.82%, 其中销量 1.86 万吨同增 15.13%, 吨价增 2.33%, 量增主要系普五拉动, 价增主要系普五综合打款价同比增长中个位数, 但经典五粮液上半年未执行合同。22H1 其他酒收入 65.40 亿元, 同降 6.09%, 其中销量 5.32 万吨同降 47.76%, 吨价增 79.77%, 主要系五粮浓香公司优化产品结构, 向中高价位产品聚焦, 且受国内疫情扰动及 21H1 低价位产品销量基数高的影响所致。22H1 预收款余额约 18.77 亿元, 环比减少 17.30 亿, 主要系疫情扰动下公司优化订单计划管理以缓解渠道资金压力。Q2 收现 176.99 亿元, 同增 17.84%, 主要系银行承兑汇票到期收现 (Q2 票据环比减少 49 亿)。
- **产品结构优化带动毛利率提升, 销售费用率略有提升。** 22H1 毛利率 76.92%, 同比+1.96pct, 其中 Q2 毛利率 73.92%, 同比+1.86pct, 主要系: 1) 各品类毛利率均有提升, 虽经典未执行合同但由于普五综合打款价提升, 五粮液产品毛利率同比小幅提升 0.22pct, 其他酒产品结构优化下毛利率同比提升 1.75pct; 2) 高毛利率主品牌占比提升 3.72pct 至 77.56%。Q2 销售费用率同比+1.21pct, 主要系上年度公司营销人员绩效考核奖励发放所致, 其余费用项基本平稳。
- **盈利预测与投资建议:** 根据最新业绩和经营环境相应调整盈利预测, 2022-2024 年公司实现营业收入 740.97/848.78/958.77 亿元, 同比+11.91%/+14.55%/+12.96%, 归母净利 265.12/310.31/355.92 亿元, 同比+13.41%/+17.05%/+14.70%, EPS 为 6.83/7.99/9.17 元, 对应 2022 年 8 月 25 日收盘价, PE 为 24.80/21.19/18.48X, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济疲弱下高端千元档需求趋淡风险, 千元价位加剧竞争风险, 市场系统性风险。

报告正文

● 业绩符合预期，收入保持双位数稳健增长。

- ✓ **分品类看：**22H1 五粮液系列收入 319.73 亿元，同增 17.82%，其中销量 1.86 万吨同增 15.13%，吨价增 2.33%，量增主要系普五拉动，价增主要系普五综合打款价同比增长中个位数、但经典五粮液上半年未执行合同。22H1 其他酒收入 65.40 亿元，同降 6.09%，其中销量 5.32 万吨同降 47.76%，吨价增 79.77%，主要系五粮浓香公司优化产品结构，向中高价位产品聚焦，且受国内疫情扰动及 21H1 低价位产品销量基数高的影响所致。
- ✓ **分渠道看：**22H1 经销收入同比+19.99%，主品牌经销商增加 81 家至 2404 家；直销收入同比+4.15%，专卖店增加 44 家至 1589 家。
- ✓ **分区域看：**22H1 西部/东部/中部/北部/南部收入同比+32.26%/+6.15%/+5.19%/+3.72%/+3.10%，占比 31.91%/25.58%/14.95%/11.64%/9.34%，占比变化 +4.85pct/-1.45pct/-0.99pct/-0.95pct/-0.82pct。西部区域高增主要系受疫情影响相对较小，公司更加注重总部所在区域市场打造。
- ✓ **财务指标：**1) 22H1 预收款余额约 18.77 亿元，同比减少 44.52 亿，环比减少 17.30 亿，主要系疫情扰动下公司优化订单计划管理以缓解渠道资金压力。2) Q2 收现 176.99 亿元，同增 17.84%，主要系银行承兑汇票到期收现(Q2 票据环比减少 49 亿)；经营活动产生现金流量净额 52.88 亿元，同增 65.15%。

● 产品结构优化带动毛利率提升，销售费用率略有提升。

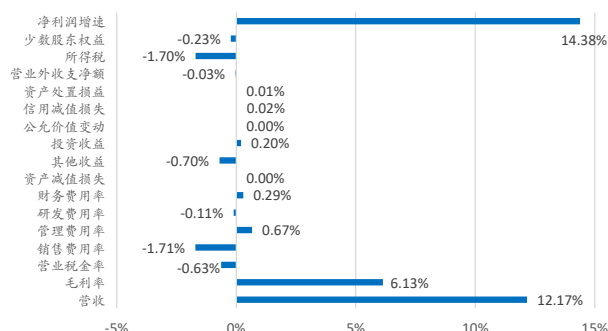
- ✓ **毛利率：**22H1 毛利率 76.92%，同比+1.96pct，其中 Q2 毛利率 73.92%，同比+1.86pct，主要系：1) 各品类毛利率均有提升，虽经典未执行合同但由于普五综合打款价提升，五粮液产品毛利率同比小幅提升 0.22pct，其他酒产品结构优化下毛利率同比提升 1.75pct；2) 高毛利率主品牌占比提升 3.72pct 至 77.56%。
- ✓ **费用项：**22H1 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率为 14.03%/10.22%/3.96%/0.25%/-2.43%，同比 +0.20pct/+0.55pct/-0.21pct/+0.03pct/-0.09pct，其中 Q2 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率为 13.80%/15.94%/4.77%/0.34%/-3.56%，同比-0.22pct/+1.21pct/+0.07pct/+0.03pct/-0.32pct。销售费用率提高主要系上年度公司营销人员绩效考核奖励发放所致，其余费用项基本平稳。

● 靴子落地后市场动作逐步到位，边际改善可期。今年 2 月公司人事落定，业绩目标明确，对于普五及经典五粮液的运作举措充分筹划实施，积极应对市场不确定性和竞争。(1) 普五优化渠道投放量，力争量价齐升。今年上半年面对疫情扰动，公司于淡季强化控货挺价策略，普五批价表现稳健，渠道动销端在去年同期高基数下依旧实现增长，顺利度过压力测试。(2) 经典五粮液纠偏蓄势，打造稀缺属性。2021 年经典上市后运作管理相对粗放，导致渠道动销未能顺利跟上，造成库存积压、批价下滑。为此，新管理层从客户选择(筛选传统经销 144 家客户形成传统渠道基本盘)、渠道模式(实行分级配额制优化量价策略)和市场策略(围绕“一大一小一阵地”培育消费者)等方面积极调整，渠道和价格体系的改善均有成效，带动高端产品步入发展正轨。

● 盈利预测与投资建议：我们认为高端品牌阵营长期仍保持基本稳定的格局，

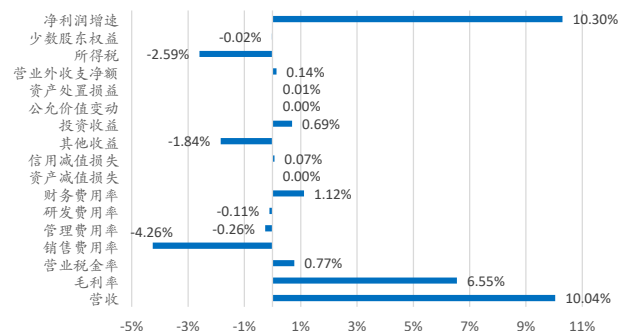
高端市场的运作主线是提升品牌、终端消费者价值和量价平衡和谐，五粮液有长期高端品牌运营积淀，随着人事落定后市场动作到位，预计对应到基本面的改善只是时间问题。估值角度，五粮液在高端里明显的估值折价已经充分反映市场的悲观预期，后续的动作优化带来的边际变化均有可能成为催化。根据最新业绩和经营环境相应调整盈利预测，预计 2022-2024 年公司实现营业收入 740.97/848.78/958.77 亿元，同比+11.91%/+14.55%/+12.96%，归母净利 265.12/310.31/355.92 亿元，同比+13.41%/+17.05%/+14.70%，EPS 为 6.83/7.99/9.17 元，对应 2022 年 8 月 25 日收盘价，PE 为 24.80/21.19/18.48X，维持“买入”评级。

图 1、2022H1 净利润同比增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、22Q2 净利润同比增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：宏观经济疲弱下高端千元档需求趋淡风险，千元价位加剧竞争风险，市场系统性风险。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	122138	140033	160435	183885	营业收入	66209	74097	84878	95877
货币资金	82336	99591	116160	131963	营业成本	16319	17499	19246	20911
交易性金融资产	0	0	0	0	税金及附加	9790	10581	12218	13889
应收票据及应收账款	23923	24224	28658	32786	销售费用	6504	7632	8233	9108
预付款项	196	273	284	295	管理费用	2900	3223	3692	4171
存货	14015	13943	13418	16968	研发费用	177	204	235	270
其他	1668	2002	1916	1873	财务费用	-1732	-1673	-1644	-1709
非流动资产	13483	11669	11923	12017	其他收益	216	179	186	194
长期股权投资	1911	1313	1403	1500	投资收益	97	95	105	80
固定资产	5610	6565	7183	7404	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	2646	1348	724	412	信用减值损失	-3	-1	-1	-1
无形资产	556	623	700	770	资产减值损失	-8	-8	-10	-9
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	-2	1	-0	-0
长期待摊费用	156	156	156	156	营业利润	32552	36896	43178	49500
其他	2602	1662	1757	1774	营业外收入	52	41	45	46
资产总计	135621	151702	172359	195901	营业外支出	154	171	171	165
流动负债	33616	34001	35379	37051	利润总额	32450	36766	43051	49381
短期借款	0	0	0	0	所得税	7943	8983	10526	12076
应付票据及应付账款	6276	5551	6298	7173	净利润	24507	27783	32524	37305
其他	27340	28450	29081	29878	少数股东损益	1130	1271	1493	1713
非流动负债	613	260	258	259	归属母公司净利润	23377	26512	31031	35592
长期借款	0	0	0	0	EPS(元)	6.02	6.83	7.99	9.17
其他	613	260	258	259					
负债合计	34229	34261	35637	37310					
股本	3882	3882	3882	3882	主要财务比率				
资本公积	2683	2683	2683	2683	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
未分配利润	68638	78734	90982	104810	成长性				
少数股东权益	2323	3595	5088	6801	营业收入增长率	15.51%	11.91%	14.55%	12.96%
股东权益合计	101392	117441	136722	158591	营业利润增长率	16.98%	13.34%	17.02%	14.64%
负债及权益合计	135621	151702	172359	195901	归母净利润增长率	17.15%	13.41%	17.05%	14.70%
					盈利能力				
					毛利率	75.35%	76.38%	77.32%	78.19%
					净利率	37.02%	37.50%	38.32%	38.91%
					ROE	23.60%	23.29%	23.57%	23.45%
					偿债能力				
					资产负债率	25.24%	22.58%	20.68%	19.05%
					流动比率	3.63	4.12	4.53	4.96
					速动比率	3.21	3.71	4.15	4.50
					营运能力				
					资产周转率	0.53	0.52	0.52	0.52
					应收帐款周转率	1093.59	774.16	773.68	854.14
					存货周转率	1.19	1.25	1.40	1.37
					每股资料(元)				
					每股收益	6.02	6.83	7.99	9.17
					每股经营现金	6.90	7.12	7.34	7.79
					每股净资产	25.52	29.33	33.91	39.10
					估值比率(倍)				
					PE	28.13	24.80	21.19	18.48
					PB	6.64	5.78	5.00	4.33

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	23377	26512	31031	35592
折旧和摊销	523	524	631	717
资产减值准备	6	-4	-3	16
资产处置损失	2	-1	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-1732	-1673	-1644	-1709
投资损失	-97	-95	-105	-80
少数股东损益	1130	1271	1493	1713
营运资金的变动	1547	-462	-3539	-6747
经营活动产生现金流量	26775	27622	28486	30241
投资活动产生现金流量	-1497	798	-686	-714
融资活动产生现金流量	-11269	-11164	-11232	-13724
现金净变动	14008	17255	16568	15803
现金的期初余额	66967	82336	99591	116160
现金的期末余额	82336	99591	116160	131963

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn