

2022年08月26日

五粮液 (000858.SZ)

公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2022-08-25)

169.41 元

交易数据

总市值(百万元)	657,583.21
流通市值(百万元)	657,555.64
总股本(百万股)	3,881.61
流通股本(百万股)	3,881.45
12个月价格区间	249.00/153.60

一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-1.25	-0.63	-8.49
绝对收益	-4.14	1.81	-28.07

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.com

相关报告

- 五粮液: 21 业绩实现平稳增长, 22 年改革助力长期发展-五粮液 21 年年报&22Q1 季报点评 2022.4.29
- 五粮液: 21 年平稳收官, 估值修复可期-五粮液 21 年业绩快报点评 2022.3.10
- 五粮液: Q3 收入增速略有放缓, 公司增长势能依旧-五粮液 21Q3 季报点评 2021.11.1
- 五粮液: 21H1 收入利润稳定增长, 实现全年业绩目标可期-五粮液 21 年中报点评 2021.8.30

业绩稳健增长, 品牌势能强劲

事件: 公司公布 2022 年半年报, 公司 2022H1 实现营业收入 412.2 亿元, 同比增长 12.2%, 归母净利润 151.0 亿元, 同比增长 14.4%, 扣非归母净利润 151.1 亿元, 同比增长 15.1%; Q2 实现营收 136.7 亿元, 同步增长 10.0%, 归母净利润 42.8 亿元, 同比增长 10.3%。

投资要点

- ◆ **产品结构持续改善, 收入稳定增长。**分产品看, 上半年五粮液产品实现营收 319.7 亿元, 同比+17.8%, 销量达到 1.9 万吨, 同比+15.1%, 吨价同比+2.3%至 171.5 万元/吨; 系列酒实现营收 65.4 亿元, 同比-6.1%, 销量同比-47.8%至 5.3 万吨。分渠道看, 经销/直销模式上半年分别实现收入 226.9/158.3 亿元, 同比+19.9%/4.15%, 公司积极推进新渠道建设, 加快打造智慧门店, 提升消费终端服务能力, 在传统渠道严格把控市场投放量, 提升产品品牌价值和形象。分区域看, 公司东部/南部/西部/北部/中部 H1 营收同比+6.2%/+3.1%/+32.3%/3.7%/5.2%, 整体来看, 西部市场受疫情影响较小, 且公司在当地市场优势较强, 保障了营收的快速增长, 东部区域今年受疫情干扰较为严重, 但是江苏市场的快速复苏有效回补了销量的缺失。
- ◆ **盈利能力稳定提升, 费用投放增加。**2022H1/Q2 公司毛利率分别为 76.9%/73.9%, 同比+2.0pct/+1.9pct, 主要受益于五粮液产品在营收占比中的提升; 2022H1/Q2 净利率分别为 38.4%/32.8%, 同比+0.8pct/+0.1pct, 公司 H1 销售/管理费用率分别为 10.2%/4.0%, 同比+0.5pct/-0.2pct, 其中 Q2 分别同比+1.2pct/+0.1pct, 主要系发放营销人员考核绩效导致。报告期期末经营性现金流 18.87 亿元, 同比下降 78.33%, 主要是由于公司采取降低预收款中现金比例等举措缓解经销商资金压力; H1 起码合同负债 18.8 亿元, 环比减少 17.3 亿元, 同比减少 44.5 亿元。
- ◆ **投资建议:** 公司今年将稳定普五批价和调整渠道利润作为工作重心, 严格把控渠道, 增强五粮液品牌形象, 我们看好公司高端化推进工作。我们维持此前盈利预测, 预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 759.6/872.3/995.7 亿元, 同比增长 14.7%/14.8%/14.2%; 预计归母净利润为 272.5/325.1/374.1 亿元, 同比增长 16.5%/19.3%/15.1%, 对应 EPS 分别为 7.02/8.37/9.64 元。考虑公司产品高端化及全国化背景下的高成长性, 维持“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示:** 疫情反复, 行业增长不及预期, 行业竞争加剧, 五粮液产品收入不及预期等。



财务报表预测和估值数据汇总

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	57,321	66,209	75,956	87,226	99,569
YoY(%)	14.4	15.5	14.7	14.8	14.2
净利润(百万元)	19,955	23,377	27,245	32,508	37,410
YoY(%)	14.7	17.2	16.5	19.3	15.1
毛利率(%)	74.2	75.4	76.4	77.7	78.2
EPS(摊薄/元)	5.14	6.02	7.02	8.37	9.64
ROE(%)	23.8	24.2	24.2	24.6	24.2
P/E(倍)	33.0	28.1	24.1	20.2	17.6
P/B(倍)	7.7	6.6	5.7	4.9	4.2
净利率(%)	34.8	35.3	35.9	37.3	37.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	102356	122138	134802	162075	182248
现金	68210	82336	90312	112255	124675
应收票据及应收账款	18610	23923	25364	31808	34113
预付账款	247	196	307	265	382
存货	13228	14015	17131	16069	21379
其他流动资产	2061	1668	1687	1678	1699
非流动资产	11537	13483	14716	15973	17337
长期投资	1850	1911	2073	2240	2415
固定资产	5867	5608	6919	8112	9214
无形资产	434	556	560	569	580
其他非流动资产	3387	5408	5164	5052	5127
资产总计	113893	135621	149518	178048	199585
流动负债	25879	33616	30561	38617	36865
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4147	6276	5157	7287	6604
其他流动负债	21732	27340	25404	31330	30262
非流动负债	256	613	750	765	780
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	256	613	750	765	780
负债合计	26135	34229	31310	39382	37645
少数股东权益	2052	2323	3628	5185	6976
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	79142	92504	106796	124169	144162
归属母公司股东权益	85706	99068	114579	133482	154963
负债和股东权益	113893	135621	149518	178048	199585
现金流量表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	14698	26775	19730	35141	27707
净利润	20913	24507	28550	34065	39202
折旧摊销	511	523	558	687	747
财务费用	-1486	-1732	-1743	-2066	-2444
投资损失	-94	-97	-100	-106	-114
营运资金变动	-6315	1547	-7383	2726	-9504
其他经营现金流	1168	2027	-152	-165	-180
投资活动现金流	-1722	-1497	-1539	-167	-1817
筹资活动现金流	-9213	-11269	-10215	-11525	-13470
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.14	6.02	7.02	8.37	9.64
每股经营现金流(最新摊薄)	3.79	6.90	5.08	9.05	7.14
每股净资产(最新摊薄)	22.08	25.52	29.52	34.39	39.92

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	57321	66209	75956	87226	99569
营业成本	14812	16319	17901	19484	21750
营业税金及附加	8092	9790	11029	12212	13940
营业费用	5579	6504	7580	8548	9857
管理费用	2610	2900	3380	3925	4530
研发费用	131	177	175	201	229
财务费用	-1486	-1732	-1743	-2066	-2444
资产减值损失	-14	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	94	97	100	106	114
营业利润	27826	32552	37923	45221	52015
营业外收入	41	52	63	69	76
营业外支出	189	154	182	184	184
利润总额	27678	32450	37803	45106	51907
所得税	6765	7943	9253	11041	12705
税后利润	20913	24507	28550	34065	39202
少数股东损益	959	1130	1305	1557	1792
归属母公司净利润	19955	23377	27245	32508	37410
EBITDA	26144	30503	35771	42755	49100
主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	14.4	15.5	14.7	14.8	14.2
营业利润(%)	14.8	17.0	16.5	19.2	15.0
归属于母公司净利润(%)	14.7	17.2	16.5	19.3	15.1
获利能力					
毛利率(%)	74.2	75.4	76.4	77.7	78.2
净利率(%)	34.8	35.3	35.9	37.3	37.6
ROE(%)	23.8	24.2	24.2	24.6	24.2
ROIC(%)	22.5	22.6	23.1	23.7	23.4
偿债能力					
资产负债率(%)	22.9	25.2	20.9	22.1	18.9
流动比率	4.0	3.6	4.4	4.2	4.9
速动比率	3.4	3.2	3.8	3.7	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.4	3.1	3.1	3.1	3.0
应付账款周转率	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1
估值比率					
P/E	33.0	28.1	24.1	20.2	17.6
P/B	7.7	6.6	5.7	4.9	4.2
EV/EBITDA	22.6	19.0	16.0	12.9	11.0

资料来源:聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com