

**投资评级：买入（维持）**
**报告日期：2022年8月28日**
**市场数据**

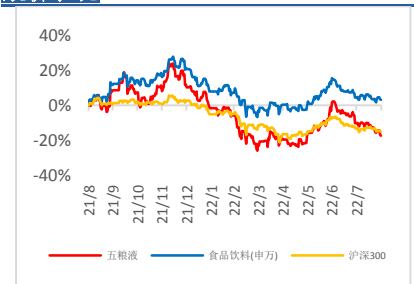
目前股价	170.10
总市值(亿元)	6,602.62
流通市值(亿元)	6,602.34
总股本(万股)	388,161
流通股本(万股)	388,145
12个月最高/最低	247.2/146.92

**分析师**

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

- <<登顶权威品牌榜单，擦亮金字招牌>> 2022-07-27
- <<明确强调服务好消费者、运营商和投资者，释放预期优化重要信号>> 2022-06-12
- <<擦亮“大国浓香”金字招牌，打造世界一流酒企，22年业绩目标不动摇>> 2022-05-27

# 整体符合预期，低点平稳度过，坚持长期正确

## ——五粮液（000858）公司动态点评

**盈利预测**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	57,321.06	66,209.05	76,405.25	87,942.44	101,133.81
(+/-%)	14.37%	15.51%	15.40%	15.10%	15.00%
归母净利润(百万元)	19,954.81	23,377.07	27,282.14	31,824.74	37,015.46
(+/-%)	14.67%	17.15%	16.70%	16.65%	16.31%
摊薄EPS(元/股)	5.14	6.02	7.03	8.20	9.54
PE	33.1	28.2	24.2	20.7	17.8

资料来源：长城证券产业金融研究院

**核心观点**

- **事件：8月25日，五粮液发布《半年度报告》，公司上半年实现营业收入412.22亿元，同比增长12.17%；实现归母净利润150.99亿元，同比增长14.38%；基本EPS 3.890元/股，同比增长14.38%。**
- **利润率水平稳步上行，系列酒结构优化，吨价大幅提高。**单二季度，公司实现营业收入136.74亿元，同比增长10.04%；实现归母净利润42.76亿元，同比增长10.30%；销售毛利率/净利率分别为73.92%和32.75%，同比上升1.86/0.08 pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为15.94%/4.77%/0.34%/-3.56%，同比+1.21/+0.08/+0.03/-0.31 pct，销售费用率位近年来最高水平。**分产品看：**上半年五粮液产品销售收入319.73亿元，同比增长17.82%，毛利率同比提高0.22 pct；其他酒产品销售收入65.40亿元，同比减少6.09%，毛利率同比提高1.75 pct；五粮液产品收入占比83.02%，同比提高3.44 pct。吨价上，五粮液产品同比提高2.33%，其他酒产品同比提高79.76%，五粮浓香公司优化产品结构，向中高价位产品聚焦；**分渠道看：**半年报调整了展示口径，将专卖店调整至直销模式，上半年经销收入226.87亿元，同比增长19.99%；直销收入158.26亿元，同比增长4.15%；直营收入占比41.1%，同比下降3.46 pct。分地区看：全部五个区域营收均实现增长，西部区域占比最大（31.91%），其高基数经过一年时间消化，在受疫情影响相对较小的环境下，公司加大了总部所在区域市场打造，再次取得显著增长（+32.26%）；公司近年在东部区域的连续高增长受到上半年华东地区疫情反复的扰动，报告期内同比增长6.15%。
- **现金流改善，应收票据维持高位，合同负债大幅减少。**单二季度确认回款176.99亿元，经营性现金流净额52.88亿元，同比增长17.84%，环比增加约40亿；同时上半年应收票据余额252.49亿元，环比减少约30亿元，两者大体匹配，前期票据开始陆续得到确认。目前应收票据水平处于历史高位，同时合同负债大幅减少（18.77亿元），在今年宏观形势压力和疫情反复下，公司通过降低预收款中现金收取比例、优化订单计划管理等举措减少经销商资金压力，维持渠道良性。
- **坚持长期正确，压力之下不要低估老名酒的品牌烙印和企业韧性。**公司坚持以“高质量市场份额提升为核心”，今年以来在品牌、产品、渠道方

面持续优化，在多个全球权威酒类榜单中取得优异成绩，亮相博鳌论坛、西洽会、米其林发布会等活动，擦亮五粮液“大国浓香 和美五粮 中国酒王”金字招牌；持续巩固第八代五粮液千元价格带核心地位，稳步培育经典五粮液消费者口碑，发力 2000+白酒市场，五粮浓香集中力量打造四大全国性战略品牌，完成五粮春·名门、五粮特曲金彩装、五粮特曲皇冠版的上市；梳理渠道，优化经销商队伍，提升直销占比，经销商/专卖店较年初分别增加 82/44 家，数字化赋能智慧营销。结合渠道反馈，在减少经销商资金压力和控货挺价的措施下，八代普五整体动销维持较好，在上海、江苏、安徽、河南等主要市场的批价维持在 970+水平；当前行业面临的压力，将对白酒市场的品牌化和集中化起到加速作用，对于以五粮液为代表的早期完成全国化的老名酒而言，已在消费者心中形成品牌烙印，结合企业在长期发展中积累的的文化、技术、生产、管理优势，长跑后劲充足。

- **投资建议：**公司 2021 年营销业绩、品牌价值、企业形象稳步提升，十四五开局良好。围绕“三性一度”、“三个聚焦”原则，产品矩阵清晰，定位准确，品牌建设进一步夯实，传统、团购、创新三大渠道持续优化，经营进入正循环。公司坚持稳中求进，以高质量的市场份额提升为核心，发展向好，新班子锐意进取，有效率、有信心，新一轮国企改革呼之欲出，看好五粮液改革潜力。我们预测公司 2022-2024 年 EPS 为 7.03、8.20、9.54 元/股，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 24.2x、20.7x、17.8x，估值已进入适宜配置区间。给与 2023 年业绩 35-40 倍估值，对应目标价区间在 287-328 元，**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**局部地区疫情反复；价格走势不及预期；新品推广不及预期；销量不及预期；食品安全问题；市场波动风险；消费税政策可能发生变化。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	57,321.06	66,209.05	76,405.25	87,942.44	101,133.81	<b>成长性</b>					
营业成本	14,811.96	16,318.78	18,795.69	21,282.07	24,272.11	营业收入增长	14.37%	15.51%	15.40%	15.10%	15.00%
销售费用	5,578.92	6,503.51	7,640.52	8,618.36	9,708.85	营业成本增长	15.70%	10.17%	15.18%	13.23%	14.05%
管理费用	2,609.53	2,899.97	3,438.24	3,869.47	4,247.62	营业利润增长	14.77%	16.98%	16.66%	16.59%	16.26%
研发费用	131.32	177.41	191.01	219.86	252.83	利润总额增长	14.82%	17.24%	16.60%	16.65%	16.31%
财务费用	-1,485.52	-1,731.70	-1,910.13	-2,198.56	-2,528.35	归母净利润增长	14.67%	17.15%	16.70%	16.65%	16.31%
其他收益	162.37	215.73	180.00	170.00	160.00	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	93.50	97.35	95.00	95.00	95.00	毛利率	74.16%	75.35%	75.40%	75.80%	76.00%
营业利润	27,826.42	32,552.43	37,975.99	44,275.19	51,474.27	销售净利率	34.81%	35.31%	35.71%	36.19%	36.60%
营业外收支	-147.98	-102.02	-138.00	-137.00	-137.00	ROE	23.83%	24.17%	24.50%	24.81%	25.02%
利润总额	27,678.45	32,450.40	37,837.99	44,138.19	51,337.27	ROIC	173.95%	131.91%	163.46%	183.55%	194.05%
所得税	6,765.11	7,942.95	9,270.31	10,813.86	12,577.63	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	958.53	1,130.38	1,285.55	1,499.60	1,744.18	销售费用/营业收入	9.73%	9.82%	10.00%	9.80%	9.60%
归母净利润	19,954.81	23,377.07	27,282.14	31,824.74	37,015.46	管理费用/营业收入	4.55%	4.38%	4.50%	4.40%	4.20%
<b>资产负债表 (百万)</b>						研发费用/营业收入	0.23%	0.27%	0.25%	0.25%	0.25%
流动资产	102,355.67	122,137.73	140,118.62	164,518.29	187,085.15	财务费用/营业收入	-2.59%	-2.62%	-2.50%	-2.50%	-2.50%
货币资金	68,209.58	82,335.96	97,273.15	113,222.12	131,093.24	投资收益/营业利润	0.34%	0.30%	0.25%	0.21%	0.18%
应收票据应收账款合计	18,609.92	23,923.25	20,519.13	30,609.62	28,188.45	所得税/利润总额	24.44%	24.48%	24.50%	24.50%	24.50%
其他应收款	36.20	26.29	120.00	140.00	140.00	应收账款周转率	3.43	3.11	3.44	3.44	3.44
存货	13,228.27	14,015.07	19,921.60	18,504.36	25,320.29	存货周转率	1.10	1.20	1.11	1.11	1.11
非流动资产	11,537.47	13,483.09	13,022.78	13,216.77	13,206.27	流动资产周转率	0.58	0.59	0.58	0.58	0.58
固定资产	5,866.88	5,610.15	6,193.66	6,597.00	6,864.76	总资产周转率	0.52	0.53	0.53	0.53	0.54
资产总计	113,893.14	135,620.81	153,141.40	177,735.06	200,291.42	<b>偿债能力</b>					
流动负债	25,878.94	33,615.60	36,285.08	43,143.53	45,077.82	资产负债率	22.95%	25.24%	23.87%	24.43%	22.64%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.96	3.63	3.86	3.81	4.15
应付款项	6,145.72	9,059.98	6,681.21	8,158.13	9,786.04	速动比率	3.44	3.22	3.31	3.38	3.59
非流动负债	255.95	613.33	265.00	270.00	270.00	<b>每股指标 (元)</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	5.14	6.02	7.03	8.20	9.54
负债合计	26,134.89	34,228.93	36,550.08	43,413.53	45,347.82	每股净资产	22.08	25.52	29.11	33.29	38.15
股东权益	87,758.25	101,391.88	116,591.32	134,321.53	154,943.60	每股经营现金流	3.79	6.90	6.99	7.68	8.78
股本	3,881.61	3,881.61	3,881.61	3,881.61	3,881.61	每股经营现金/EPS	0.74	1.15	0.99	0.94	0.92
留存收益	81,824.36	95,186.89	109,100.78	125,331.40	144,209.28						
少数股东权益	2,052.27	2,323.39	3,608.93	5,108.53	6,852.71	<b>估值</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债和权益总计	113,893.14	135,620.81	153,141.40	177,735.06	200,291.42	PE	33.09	28.24	24.20	20.75	17.84
<b>现金流量表 (百万)</b>						PEG	1.97	1.71	1.50	1.23	1.08
经营活动现金流	23112.07	26774.94	27120.09	29799.64	34070.29	PB	7.70	6.66	5.84	5.11	4.46
其中营运资本减少	8264.70	5832.74	24.04	-1812.42	-2690.43	EV/EBITDA	39.73	24.99	15.43	12.90	10.77
投资活动现金流	-1757.00	-1496.85	-545.00	-545.00	-545.00	EV/SALES	18.58	11.81	7.39	6.26	5.28
其中资本支出	724.41	1318.62	1140.00	1140.00	1140.00	EV/IC	60.34	46.94	32.62	28.89	24.52
融资活动现金流	438.89	-11269.46	-11637.89	-13305.67	-15654.17	ROIC/WACC	11.07	8.40	10.40	11.68	12.35
净现金总变化	21793.96	14008.64	14937.20	15948.97	17871.12	REP	5.45	5.59	3.14	2.47	1.99

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上  
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间  
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间  
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券产业金融研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>