

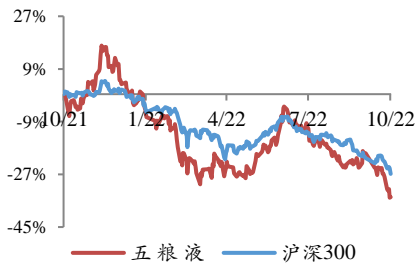
旺季改善显著，利润弹性超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-28

收盘价(元)	137.50
近12个月最高/最低(元)	247.20/137.10
总股本(百万股)	3,882
流通股本(百万股)	3,881
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	5,337
流通市值(亿元)	5,337

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

10月27日，五粮液发布2022年三季报，22Q3/Q1-Q3分别实现营业收入145.57亿元/557.80亿元，同比增加12.2%/12.2%；归母净利润48.90亿元/199.89亿元，较去年同期分别增加18.5%/15.4%；扣非后归母净利润49.09亿元/200.19亿元，同比增加18.2%/15.8%。公司收入端稳扎稳打，利润端高增超预期。

● 费用投放效用提升，毛利率结构性下降不改盈利提升

公司前三季度毛利率75.97%，同比提升0.71pct，其中单三季度毛利率73.29%，同比下滑2.83pct。上半年受疫情影响，普五为代表的五粮液系列需求刚性，系列酒占比同比下降3.4pct，推测毛利率下降系三季度系列酒销售改善占比提升所致。税金及附加率14.13%，同比下滑1.09pct。费用率整体收缩，主要系公司内部经营效率改善、费用投放精准高效，Q3期间费用率同比减少3.81pct，其中销售费用16.67亿元，同比减少9.6%，管理费用5.98亿元，同比减少4.0%。综合来看，公司盈利端增速更快，Q3归母净利率同比提升1.77pct至33.6%。三季度经营性现金流净额同比增加33.0%，其中销售回款同比多增10.8%，公司现金流继续改善。截至9月末，公司合同负债29.63亿元，较二季度末增加10.87亿元，对应应收票据环比增加0.12亿元，公司经过Q2渠道端减压，Q3旺季逐步恢复。

● 投资建议

产品方面，公司核心产品八代五粮液保持了良好的动销态势，1-9月全国21个营销战区有14个战区实现动销正增长；经典五粮液今年以调整为主，未来作为公司第二支柱产品有望顺利打开千元以上价格通道。从市场反馈来看，公司近期渠道端整体稳定，批价始终保持稳定，库存维持健康水平，经销商回款压力可控，部分区域的经验来看，终端在疫后修复的过程中能够出现较强反弹，反应了千元之王强大的品牌力。我们预计公司2022年-2024年营业收入增速分别为12.1%、13.8%、13.5%，归母净利润增速14.1%、14.6%、13.9%，对应EPS预测为6.87、7.87、8.97元，对应PE分别20、17、15倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济波动风险；
- (2) 千元价格带收缩；
- (3) 市场竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	66209	74212	84469	95853
收入同比 (%)	15.5%	12.1%	13.8%	13.5%
归属母公司净利润	23377	26665	30564	34819
净利润同比 (%)	17.2%	14.1%	14.6%	13.9%
毛利率 (%)	75.4%	75.7%	76.4%	77.2%
ROE (%)	23.6%	23.4%	23.4%	23.3%
每股收益 (元)	6.02	6.87	7.87	8.97
P/E	36.97	19.96	17.41	15.28
P/B	8.72	4.67	4.07	3.56
EV/EBITDA	24.73	12.22	10.30	8.36

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出一未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。