

## 增长势能稳健，盈利能力增强

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年三季度报, 22Q3实现营收557.8亿元, 同比+12.2%, 实现归母净利润199.9亿元, 同比+15.4%; 单Q3实现营收145.6亿元, 同比+12.2%, 实现归母净利润48.9亿元, 同比+18.5%, 单三季度业绩超市场预期。
- **渠道结构不断优化, 盈利能力持续增强。** 1、22年单Q3毛利率同比下降2.8个百分点至73.3%, 估计系列酒同比增长显著, 带动公司整体增长动能进一步增强。2、持续优化渠道布局, 传统经销渠道、直销团购渠道、创新渠道协同发力, 直销渠道占比持续提升, 渠道结构不断优化, 终端掌控力显著增强, 叠加规模效应下单Q3销售费用率降2.8个百分点至11.5%。3、管理费用率稳中略降, 单Q3综合费用率下降3.8个百分点至12.6%, 净利率提升1.7个百分点至35.1%, 盈利能力持续增强。4、通过降低预收款中现金比例、优化订单计划管理等举措减小经销商资金压力, 合同负债同比减少36.8%至29.6亿元, 应收票据同比增加47.6%至252.6亿元, 经营性现金流净额同比减少30.0%至107.9亿元。
- **持续推进品牌建设, 品牌势能不断增强。** 1、公司围绕“大国浓香、和美五粮、中国酒王”进行品牌建设, 不断夯实第八代五粮液千元价格带的核心地位, 持续强化高端品牌定位。2、五粮浓香产品进一步聚焦五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四大全国性战略品牌, 有序推进新品上市、不断提高品牌认知度和曝光率, 持续强化市场动销氛围, 公司整体品牌势能持续提升。
- **产品培育能力突出, 渠道掌控显著增强。** 1、2022年上半年针对普五进行控货挺价, 挺价工作成效显著, 普五价盘得到有效夯实, 为中长期稳健的量价成长奠定了坚实基础。2、陆续推出次高端新品五粮春·名门、五粮特曲金彩装、五粮特曲皇冠版, 进一步强化系列酒腰部力量, 有望带来显著增量; 第二代五粮春已经完成全国招商, “三性一度”战略稳步推进, 系列酒产品结构不断优化, 将持续强化公司盈利能力。3、公司围绕“和美文化”强化厂商关系, 深化渠道精细化改革, 数字化赋能营销加强终端管控, 渠道管控力持续增强。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为6.97元、8.06元、9.17元, 对应PE分别为20倍、17倍、15倍。当前量价稳健成长, 公司步入发展新周期, 边际向好值得期待, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险, 新冠疫情反复风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	662.09	743.86	835.31	931.25
增长率	15.51%	12.35%	12.29%	11.48%
归属母公司净利润(亿元)	233.77	270.61	313.00	355.75
增长率	17.15%	15.76%	15.66%	13.66%
每股收益EPS(元)	6.02	6.97	8.06	9.17
净资产收益率ROE	24.17%	24.05%	23.91%	23.47%
PE	23	20	17	15
PB	5.25	4.51	3.88	3.35

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn  
联系人: 笪文钊  
电话: 023-63786049  
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn  
联系人: 王书龙  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	38.82
流通A股(亿股)	38.81
52周内股价区间(元)	137.1-251.0
总市值(亿元)	5,321.68
总资产(亿元)	1,182.62
每股净资产(元)	23.96

### 相关研究

1. 五粮液(000858): 产品结构不断优化, 渠道结构持续改善 (2022-08-28)
2. 五粮液(000858): 产品结构不断优化, 经营质量持续向好 (2022-04-30)
3. 五粮液(000858): 全年目标顺利达成, 边际向好值得期待 (2022-03-11)
4. 五粮液(000858): 全年目标完成无虞, 稳健增长蓄力来年 (2021-10-31)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	662.09	743.86	835.31	931.25	净利润	245.07	283.63	328.08	372.89
营业成本	163.19	183.27	205.44	227.51	折旧与摊销	5.23	7.28	7.85	8.15
营业税金及附加	97.90	109.99	123.51	137.69	财务费用	-17.32	-31.78	-38.65	-46.27
销售费用	65.04	69.18	74.34	79.16	资产减值损失	-0.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	29.00	36.45	35.08	38.18	经营营运资本变动	16.85	19.28	13.79	6.55
财务费用	-17.32	-31.78	-38.65	-46.27	其他	17.99	-0.86	-0.30	-0.30
资产减值损失	-0.08	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>267.75</b>	<b>277.54</b>	<b>310.77</b>	<b>341.03</b>
投资收益	0.97	0.30	0.30	0.30	资本支出	-9.55	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-5.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-14.97</b>	<b>-5.00</b>	<b>-5.00</b>	<b>-5.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>325.52</b>	<b>377.05</b>	<b>435.89</b>	<b>495.27</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.02	-1.71	-1.63	-1.67	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>324.50</b>	<b>375.34</b>	<b>434.26</b>	<b>493.59</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	79.43	91.71	106.18	120.70	支付股利	-100.15	-118.05	-135.31	-156.50
净利润	245.07	283.63	328.08	372.89	其他	-12.55	28.48	38.85	46.47
少数股东损益	11.30	13.02	15.08	17.14	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-112.69</b>	<b>-89.57</b>	<b>-96.46</b>	<b>-110.03</b>
归属母公司股东净利润	233.77	270.61	313.00	355.75	<b>现金流量净额</b>	<b>140.08</b>	<b>182.97</b>	<b>209.31</b>	<b>226.00</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	823.36	1006.33	1215.64	1441.64	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	241.45	286.60	313.23	339.86	销售收入增长率	15.51%	12.35%	12.29%	11.48%
存货	140.15	219.93	205.44	227.51	营业利润增长率	16.98%	15.83%	15.60%	13.62%
其他流动资产	16.42	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	17.19%	15.73%	15.67%	13.66%
长期股权投资	19.11	19.11	19.11	19.11	EBITDA 增长率	16.73%	12.48%	14.90%	12.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	82.51	80.58	78.08	75.28	毛利率	75.35%	75.36%	75.41%	75.57%
无形资产和开发支出	5.58	5.39	5.19	5.00	三费率	11.59%	9.93%	8.47%	7.63%
其他非流动资产	27.62	27.77	27.91	28.06	净利率	37.02%	38.13%	39.28%	40.04%
<b>资产总计</b>	<b>1356.21</b>	<b>1645.71</b>	<b>1864.61</b>	<b>2136.46</b>	ROE	24.17%	24.05%	23.91%	23.47%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.07%	17.23%	17.60%	17.45%
应付和预收款项	148.15	399.33	417.95	465.93	ROIC	151.08%	188.50%	251.14%	319.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	47.34%	47.39%	48.50%	49.09%
其他负债	194.14	66.88	74.39	81.87	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>342.29</b>	<b>466.21</b>	<b>492.34</b>	<b>547.80</b>	总资产周转率	0.53	0.50	0.48	0.47
股本	38.82	38.82	38.82	38.82	固定资产周转率	11.54	12.30	12.60	14.25
资本公积	26.83	26.83	26.83	26.83	应收账款周转率	1252.90	982.24	963.77	1003.94
留存收益	925.04	1077.60	1255.29	1454.55	存货周转率	1.19	1.02	0.97	1.05
归属母公司股东权益	990.68	1143.24	1320.94	1520.19	销售商品提供劳务收到现金营业收入	122.27%	—	—	—
少数股东权益	23.23	36.25	51.33	68.47	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1013.92</b>	<b>1179.49</b>	<b>1372.27</b>	<b>1588.66</b>	资产负债率	25.24%	28.33%	26.40%	25.64%
负债和股东权益合计	1356.21	1645.71	1864.61	2136.46	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.63	3.29	3.57	3.71
					速动比率	3.22	2.81	3.15	3.29
					股利支付率	42.84%	43.62%	43.23%	43.99%
业绩和估值指标					每股指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	313.43	352.55	405.09	457.15	每股收益	6.02	6.97	8.06	9.17
PE	22.76	19.67	17.00	14.96	每股净资产	26.12	30.39	35.35	40.93
PB	5.25	4.51	3.88	3.35	每股经营现金	6.90	7.15	8.01	8.79
PS	8.04	7.15	6.37	5.71	每股股利	2.58	3.04	3.49	4.03
EV/EBITDA	14.28	12.17	10.07	8.43					
股息率	1.88%	2.22%	2.54%	2.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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作为基准。其中：A股市场以沪深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综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
北京	张玉树	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn