

五粮液 (000858.SZ)
品牌优势凸显，业绩确定性高

2022年11月02日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
张宇光（分析师）
逢晓娟（分析师）

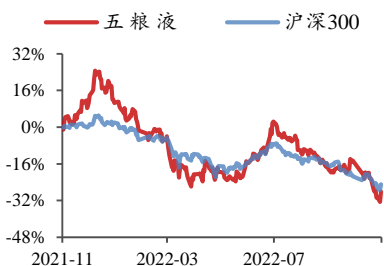
zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2022/11/1
当前股价(元)	142.58
一年最高最低(元)	257.21/132.33
总市值(亿元)	5,534.40
流通市值(亿元)	5,534.16
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	38.81
近3个月换手率(%)	29.16

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《经营韧性凸显，价值回归可期——公司信息更新报告》-2022.8.26

《平稳开局，改善可期——公司信息更新报告》-2022.4.29

《改革方案清晰，边际改善在即——公司信息更新报告》-2022.3.14

● 疫情下彰显强大品牌力，全年业绩确定性高，维持“买入”评级

2022年前三季度实现营业总收入 557.8 亿元，同比+12.2%，实现归母净利润 199.9 亿元，同比+15.4%。Q3 实现营业总收入 145.6 亿元，同比+12.2%，归母净利润 48.9 亿元，同比+18.5%。由于规模效应下，净利率提升能力略超预期，我们上调 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 272.9 (+5.4) 亿元、314.2 (+6.3) 亿元、359.8 (+7.1) 亿元，同比分别+16.7%、+15.1%、+14.5%，EPS 分别为 7.03 (+0.14)、8.09 (+0.16)、9.27 (+0.18) 元，当前股价对应 PE 分别为 20.3、17.6、15.4 倍，公司渠道实力完善，消费者基础好，疫情下公司产品优势凸显，核心单品动销顺畅，市场秩序稳定，在行业集中度提升背景下，将保持稳健增长，维持“买入”评级。

● 旺季动销提速，价格保持平稳

产品拆分来看，2022 年上半年五粮液产品收入同比+17.8%，其中销量同比+15.1%，吨酒价 171.5 万元/吨，同比+2.3%，旺季主产品动销加快，预计 Q3 延续了上半年较高的增速；上半年因经销商和产品调整，系列酒收入 65.4 亿元，同比-6.1%，三季度优质经销商入局，预计系列酒收入有明显提速。

● 预收款环比增加，现金流状态良好

2022 年中秋旺季全国疫情较二季度有明显改善，动销加速下，经销商回款压力减轻，2022 年三季度末公司合同负债 29.6 亿元，环比 Q2 增加 10.9 亿元。Q3 公司销售商品、提供劳务收到的现金 175.9 亿元，同比+10.8%。

● 税率和期间费用率下降带来净利率弹性

2022Q3 毛利率同比-2.83pct 至 73.29%，主要和产品结构季度间变化有关，系列酒占比提升，经典占比下降，全年看毛利还是提升趋势。税金及附加/销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为分别同比-1.09pct/-2.77pct/-0.70pct/+0.08pct/-0.42pct，税率和销售费用率下降，净利率同比+1.73pct 至 35.10%。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等
财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	57,321	66,209	74,231	84,234	93,428
YOY(%)	14.4	15.5	12.1	13.5	10.9
归母净利润(百万元)	19,955	23,377	27,288	31,417	35,978
YOY(%)	14.7	17.2	16.7	15.1	14.5
毛利率(%)	74.2	75.4	77.0	78.1	78.7
净利率(%)	36.5	37.0	38.5	39.1	40.4
ROE(%)	23.8	24.2	24.2	23.2	22.2
EPS(摊薄/元)	5.14	6.02	7.03	8.09	9.27
P/E(倍)	27.7	23.7	20.3	17.6	15.4
P/B(倍)	6.5	5.6	4.8	4.0	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	102356	122138	135634	162074	187093
现金	68210	82336	95389	113523	138400
应收票据及应收账款	18610	23923	23763	30349	29669
其他应收款	36	26	44	36	52
预付账款	247	196	301	263	362
存货	13228	14015	14495	16261	16968
其他流动资产	2024	1642	1642	1642	1642
非流动资产	11684	13483	14275	15158	15891
长期投资	1850	1911	2069	2225	2381
固定资产	5867	5610	6710	7770	8544
无形资产	434	556	560	569	580
其他非流动资产	3534	5405	4936	4594	4386
资产总计	114040	135621	149909	177231	202984
流动负债	25952	33616	31035	34653	32573
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4147	6276	4631	7135	5577
其他流动负债	21805	27340	26404	27518	26996
非流动负债	330	613	613	613	613
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	330	613	613	613	613
负债合计	26282	34229	31648	35267	33187
少数股东权益	2052	2323	3638	5147	6879
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	79142	92504	106895	123428	142297
归属母公司股东权益	85706	99068	114623	136818	162919
负债和股东权益	114040	135621	149909	177231	202984

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	14698	26775	24470	26519	33255
净利润	20913	24507	28603	32925	37711
折旧摊销	511	523	550	667	707
财务费用	-1486	-1732	-1924	-2291	-2845
投资损失	-94	-97	-96	-95	-95
营运资金变动	-6315	1547	-2663	-4686	-2222
其他经营现金流	1168	2027	-1	-1	-1
投资活动现金流	-1722	-1497	-1247	-1454	-1345
资本支出	994	1539	1185	1393	1284
长期投资	-735	-6	-157	-156	-157
其他投资现金流	6	48	96	95	95
筹资活动现金流	-9213	-11269	-10171	-6930	-7033
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-9213	-11269	-10171	-6930	-7033
现金净增加额	3763	14008	13053	18134	24876

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	57321	66209	74231	84234	93428
营业成本	14812	16319	17078	18423	19904
营业税金及附加	8092	9790	10764	12635	13547
营业费用	5579	6504	6681	7581	8408
管理费用	2610	2900	3526	4043	4204
研发费用	131	177	186	211	234
财务费用	-1486	-1732	-1924	-2291	-2845
资产减值损失	-14	-8	0	0	0
其他收益	162	216	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	94	97	96	95	95
资产处置收益	1	-2	0	0	0
营业利润	27826	32552	38017	43726	50069
营业外收入	41	52	50	50	50
营业外支出	189	154	200	200	200
利润总额	27678	32450	37867	43576	49919
所得税	6765	7943	9263	10651	12208
净利润	20913	24507	28603	32925	37711
少数股东损益	959	1130	1315	1508	1732
归属母公司净利润	19955	23377	27288	31417	35978
EBITDA	26144	30503	35751	41109	46847
EPS(元)	5.14	6.02	7.03	8.09	9.27

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	14.4	15.5	12.1	13.5	10.9
营业利润(%)	14.8	17.0	16.8	15.0	14.5
归属于母公司净利润(%)	14.7	17.2	16.7	15.1	14.5
获利能力					
毛利率(%)	74.2	75.4	77.0	78.1	78.7
净利率(%)	36.5	37.0	38.5	39.1	40.4
ROE(%)	23.8	24.2	24.2	23.2	22.2
ROIC(%)	123.5	148.8	154.6	144.8	157.2
偿债能力					
资产负债率(%)	23.0	25.2	21.1	19.9	16.3
净负债比率(%)	-77.3	-80.6	-80.4	-79.8	-81.4
流动比率	3.9	3.6	4.4	4.7	5.7
速动比率	3.4	3.2	3.9	4.2	5.2
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	651.6	1252.9	1252.9	1252.9	1252.9
应付账款周转率	4.5	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.14	6.02	7.03	8.09	9.27
每股经营现金流(最新摊薄)	3.79	6.90	6.30	6.83	8.57
每股净资产(最新摊薄)	22.08	25.52	29.53	35.25	41.97
估值比率					
P/E	27.7	23.7	20.3	17.6	15.4
P/B	6.5	5.6	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA	18.7	15.5	12.9	10.8	9.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn