

产品价值实现稳步提升，营收持续增长彰显 稳固根基

买入 (维持)

——五粮液 (000858) 点评报告

2022年05月05日

报告关键要素:

公司4月28日发布2021年年报及2022年一季报。2021年，公司实现营业总收入662.09亿元 (YoY+15.51%)，实现归母净利润233.77亿元 (YoY+17.15%)，扣非归母净利润233.28亿元 (YoY+16.67%)。2022Q1实现营业总收入275.48亿元 (YoY+13.25%)，实现归母净利润108.23亿元 (YoY+16.08%)，扣非归母净利润108.42亿元 (YoY+16.35%)，业绩略低于市场预期。此外，公司决定每10股派发现金红利30.23元，共计分配现金117.34亿元。

投资要点:

营收持续稳健增长，营销商业模式全面展开: 2021年，公司实现营业总收入662.09亿元，同比增长15.51%，实现归母净利润233.77亿元，同比增长17.15%；2022Q1实现营业总收入275.48亿元，同比增长13.25%，实现归母净利润108.23亿元，同比增长16.08%，继续保持营收利润两位数增长。**分产品看**，2021年五粮液酒毛利率85.59%，较上年同期增长0.64个pct，营业收入较上年同期增长11.46%。核心大单品第八代五粮液整体实现“价稳量升”，终端动销再创新高，量价关系更趋良性；年份酒系列经典五粮液成功导入市场。老酒收藏交流日益密切，老酒品质魅力不断得到认可，五粮液老酒时间价值进一步彰显。2021年系列酒产品毛利率59.67%，较上年同期增长3.99个pct。由于公司系列酒产品坚持“三性一度”，集中打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四大全国性战略品牌，将成长品牌和总经销品牌作为战略协同，品牌结构持续优化，使报告期系列酒产品实现量价齐升，营业收入较上年同期增长超50%。

渠道建设实现新升级，营销业绩稳步提升，经销/直销模式毛利率分别为79.19%/85.05%，其中由于公司加大消费意见领袖的圈群培育、线上直营销售等方式，直销模式销售收入实现大幅提升，直销模式营业收入较上年同期增长64.37%。新兴渠道进一步扩充，持续深化与全国主流电商平台的战略合作，销售实现新增长；传统终端渠道进一步优化，五粮液专卖店整体布局更加完善，门店销售终端占比超过10%；与华为集团、吉利集团等达成战略合作，进一步完善团购网络；对北京、上海、

基础数据

总股本(百万股)	3,881.61
流通A股(百万股)	3,881.50
收盘价(元)	162.13
总市值(亿元)	6,293.25
流通A股市值(亿元)	6,293.07

个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

渠道策略落地利好动销表现，夯实根基谋求长远发展

业绩符合预期稳定市场信心，产品渠道优化夯实自身竞争优势

十三五顺利收官，21Q1如期开门红

分析师: 陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

研究助理: 叶柏良

电话: 18125933783

邮箱: yebl@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	66209.05	76903.08	87692.34	98856.44
增长比率(%)	16	16	14	13
净利润(百万元)	23377.07	27716.05	32096.00	36602.44
增长比率(%)	17	19	16	14
每股收益(元)	6.02	7.14	8.27	9.43
市盈率(倍)	26.92	22.71	19.61	17.19
市净率(倍)	6.35	5.57	4.88	4.27

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

广州、深圳、成都、杭州、南京、郑州 8 个高地市场和 14 个省会级重点市场进行专项拓展。

盈利能力稳步提高，现金流大幅改善：2021 年，公司毛利率为 75.35%，同比增长 1.19 个 pct。期间费用率小幅下降 0.06 个 pct 至 11.86%，其中销售费用率为 9.82%，同比增长 0.09 个 pct；管理费用率为 4.38%，同比下降 0.17 个 pct。综上，2021 年净利率同比增长 0.54 个 pct 至 37.02%。**2022Q1**，公司毛利率为 78.41%，同比增长 1.98 个 pct。期间费用率小幅下降 0.01 个 pct 至 9.28%，其中管理费用为 3.56%，同比下降 0.35 个 pct；研发费用为 0.20%，同比增长 0.04 个 pct。综上，净利率同增 1.06 个 pct 至 41.28%。2021 年，公司收到联营企业财务公司分红款 0.42 亿元，导致经营活动产生的现金流入大幅增长，较上年同期增长 644.02%，因此公司经营性现金流较上年同期增长 82.16%。

盈利预测与投资建议：公司作为白酒浓香领军品牌，核心大单品第八代五粮液整体实现“价稳量升”，系列酒产品实现“量价齐升”；年份酒系列经典五粮液成功导入市场，产品结构进一步优化，产品价值稳步提升。我们维持公司 22-24 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 277/321/366 亿元，同比增长 19%/16%/14%，对应 EPS 为 7.14/8.27/9.43 元/股，4 月 29 日股价对应 PE 为 23/20/17 倍，维持“买入”评级。

风险因素：政策风险、高端酒需求不及预期风险、疫情风险

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	66209	76903	87692	98856
%同比增速	16%	16%	14%	13%
营业成本	16319	18893	21224	23640
毛利	49890	58010	66468	75217
%营业收入	75%	75%	76%	76%
税金及附加	9790	11091	12709	14352
%营业收入	15%	14%	14%	15%
销售费用	6504	7690	8594	9688
%营业收入	10%	10%	10%	10%
管理费用	2900	3230	3508	3757
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	177	194	222	253
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-1732	-2408	-2811	-3276
%营业收入	-3%	-3%	-3%	-3%
资产减值损失	-8	0	0	0
信用减值损失	-3	0	0	0
其他收益	216	239	273	310
投资收益	97	122	136	153
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-2	0	0	-1
营业利润	32552	38574	44655	50906
%营业收入	49%	50%	51%	51%
营业外收支	-102	-124	-120	-118
利润总额	32450	38450	44534	50788
%营业收入	49%	50%	51%	51%
所得税费用	7943	9401	10892	12422
净利润	24507	29049	33642	38366
%营业收入	37%	38%	38%	39%
归属于母公司的净利润	23377	27716	32096	36602
%同比增速	17%	19%	16%	14%
少数股东损益	1130	1333	1546	1763
EPS (元/股)	6.02	7.14	8.27	9.43

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	6.02	7.14	8.27	9.43
BVPS	25.52	29.09	33.23	37.94
PE	26.92	22.71	19.61	17.19
PEG	1.57	1.22	1.24	1.22
PB	6.35	5.57	4.88	4.27
EV/EBITDA	24.73	14.63	12.35	10.49
ROE	24%	25%	25%	25%
ROIC	23%	23%	23%	23%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	82336	96185	112350	131095
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	23923	26847	30971	34780
存货	14015	16442	18390	20513
预付款项	196	256	277	312
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1668	2213	2419	2766
流动资产合计	122138	141943	164406	189465
长期股权投资	1911	2011	2121	2216
固定资产	5610	5356	5101	4846
在建工程	2646	3071	3471	3871
无形资产	556	623	712	781
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	1684	1684	1684	1684
其他非流动资产	1074	720	577	529
资产总计	135621	155410	178075	203396
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6276	6607	7669	8450
预收账款	11	19	19	23
合同负债	13059	14737	15918	17021
应付职工薪酬	3336	4118	4530	5081
应交税费	5192	6499	7233	8221
其他流动负债	5742	6305	8043	9918
流动负债合计	33616	38285	43412	48714
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	613	542	485	440
负债合计	34229	38827	43898	49154
归属于母公司的所有者权益	99068	112927	128975	147276
少数股东权益	2323	3657	5203	6966
股东权益	101392	116583	134177	154242
负债及股东权益	135621	155410	178075	203396

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	26775	28440	32928	37701
投资	-6	-100	-110	-95
资本性支出	-1533	-654	-654	-639
其他	42	92	106	123
投资活动现金流净额	-1497	-662	-658	-610
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-10874	-13858	-16048	-18301
其他	-395	-71	-57	-45
筹资活动现金流净额	-11269	-13929	-16105	-18347
现金净流量	14008	13849	16165	18745

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场