

2022 年 01 月 04 日

五粮液 (000858.SZ)

简析 2021 年普五批价表现

■2021 年普五批价表现较为平淡,主要系公司去历史库存导致出货量加大。从 2021 年全年普五批价走势来看:据今日酒价数据,普五批价前三季度一直在 1000 元以下弱势震荡,难以有效突破千元大关;四季度受经销商回笼资金放货影响批价甚至有一波下探,年末受提价预期影响批价才重回接近千元的水平。我们认为普五批价弱势并非由于行业景气度下降或是酒厂产品接受度走低,而是历史包袱基本解决和发货节奏变化所致。一方面,八代普五推出之际渠道积压了一定体量的七代库存,2021 年这部分库存陆续开始释放,供给加大导致批价低迷。另一方面,2021 年五粮液发货节奏较往年加快了一个月左右的体量,报表端 Q2 预收款增加,出货量超出预期,供给端发货量的增加是导致批价低迷的重要原因。

■2021 年普五七代和八代二者之间的价差逐渐收敛,说明以七代为代表的库存问题在 2021 年明显改善。从 2021 年全年普五七代和八代价差情况来看:据今日酒价数据,前三季度八代价格高于七代,但价差由 10-20 元左右减少至 0-10 元左右;进入四季度后,多数时期二者价差已趋于零,12 月 13 日至今二者已无价差。我们认为进入 2021 年以来,七代五粮液积压在渠道的库存实现持续出清,导致二者批价走势持续趋于收敛,而从目前二者价差收敛情况来看,这部分历史遗留包袱已经在 2021 年得到了基本解决。

■渠道库存遗留问题基本解决,五粮液轻装上阵,价格传导将较为顺畅。据渠道调研信息,公司的渠道库存问题大幅改善,目前经销商渠道库存水平维持低位,轻装上阵动销情况良好。在渠道动销通畅的情况下,五粮液在发货计划上将更加游刃有余,发货节奏控制的自主性将显著提升,若出台价格调整政策,渠道商和终端接受度会更高,价格传导将较为顺畅。

■投资建议:长期来看,五粮液作为浓香大王,消费基础浓、品牌积淀厚,当前管理稳定配合默契、渠道执行力再度强化、老酒市场助力产品属性多样化发展,我们看好其品牌价值回归,预计其在千元价格带或有更好的竞争格局、涨价正循环可期。我们看好公司在产品、品牌、渠道管理等方面的全面改革,看好公司二次创业发展。预计公司 2021、2022、2023 年每股收益分别为 6.09、7.15、8.30 元,维持买入-A 投资评级,给予 12 个月目标价 290 元,目标价相当于 2023 年 35x 的动态市盈率。

■风险提示:宏观经济及政策风险,食品安全问题,竞品价格下行风险,市场系统性风险

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	50,118.1	57,321.1	66,836.4	77,027.5	88,242.7
净利润	17,402.2	19,954.8	23,620.5	27,739.1	32,227.1
每股收益(元)	4.48	5.14	6.09	7.15	8.30
每股净资产(元)	19.14	22.08	25.12	28.70	32.85

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	49.7	43.3	36.6	31.2	26.8
市净率(倍)	11.6	10.1	8.9	7.8	6.8
净利润率	34.7%	34.8%	35.3%	36.0%	36.5%
净资产收益率	23.4%	23.3%	24.2%	24.9%	25.3%
股息收益率	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.9%
ROIC	114.1%	173.9%	133.1%	332.7%	134.4%

数据来源:Wind 资讯,安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白酒

投资评级

买入-A

维持评级

12 个月目标价: 290.00 元
 股价 (2021-12-31) 222.66 元

交易数据

总市值(百万元)	864,278.84
流通市值(百万元)	864,256.61
总股本(百万股)	3,881.61
流通股本(百万股)	3,881.51
12 个月价格区间	193.93/344.40 元

股价表现



资料来源:Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.11	-4.15	-31.59
绝对收益	-2.96	1.49	-22.97

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120008
 zhaogf1@essence.com.cn

相关报告

- 五粮液: Q3 降速主因节奏扰动,稳中求进符合长期利益/苏铖 2021-10-31
- 五粮液: 中报符合预期,酒业务稳健出众,超高端正突破/苏铖 2021-08-29
- 五粮液: 超高端突破打开新局面,高质量增长更坚定/苏铖 2021-08-15
- 五粮液: 经营向好势能加强,“十四五”展望积极/苏铖 2021-06-21
- 五粮液: 高端景气动销强, Q1 兑现开门红/苏铖 2021-04-28

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	50,118.1	57,321.1	66,836.4	77,027.5	88,242.7	成长性					
减:营业成本	12,802.3	14,812.0	16,767.4	19,148.1	21,772.7	营业收入增长率	25.2%	14.4%	16.6%	15.2%	14.6%
营业税费	6,984.3	8,092.3	9,569.4	11,028.5	12,634.2	营业利润增长率	29.5%	14.8%	18.7%	17.1%	16.1%
销售费用	4,985.6	5,578.9	6,456.4	7,087.9	7,891.4	净利润增长率	30.0%	14.7%	18.4%	17.4%	16.2%
管理费用	2,655.3	2,609.5	2,887.3	3,154.0	3,428.6	EBITDA 增长率	28.2%	15.5%	19.0%	17.2%	16.0%
研发费用	126.4	131.3	135.7	139.8	143.9	EBIT 增长率	29.3%	15.6%	19.0%	17.3%	16.1%
财务费用	-1,430.7	-1,485.5	-1,836.1	-2,100.6	-2,420.3	NOPLAT 增长率	29.7%	15.4%	18.0%	17.5%	16.2%
资产减值损失	-3.0	-14.1	-2.1	-6.4	-7.5	投资资本增长率	-24.3%	54.2%	-53.0%	187.6%	-38.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	16.9%	15.3%	14.8%	15.1%	15.2%
投资和汇兑收益	92.5	93.5	170.0	100.0	100.0						
营业利润	24,245.8	27,826.4	33,028.4	38,676.3	44,899.6	利润率					
加:营业外净收支	-139.8	-148.0	-150.0	-150.0	-150.0	毛利率	74.5%	74.2%	74.9%	75.1%	75.3%
利润总额	24,106.0	27,678.4	32,878.4	38,526.3	44,749.6	营业利润率	48.4%	48.5%	49.4%	50.2%	50.9%
减:所得税	5,877.8	6,765.1	8,121.0	9,459.0	10,975.1	净利润率	34.7%	34.8%	35.3%	36.0%	36.5%
净利润	17,402.2	19,954.8	23,620.5	27,739.1	32,227.1	EBITDA/营业收入	46.1%	46.5%	47.5%	48.3%	48.9%
						EBIT/营业收入	45.2%	45.7%	46.7%	47.5%	48.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	41	38	32	29	26
						流动营业资本周转天数	42	36	19	31	40
						流动资产周转天数	628	625	627	620	618
						应收账款周转天数	1	1	1	1	1
						存货周转天数	91	84	82	81	81
						总资产周转天数	691	692	690	674	665
						投资资本周转天数	95	91	70	75	79
						投资回报率					
						ROE	23.4%	23.3%	24.2%	24.9%	25.3%
						ROA	17.1%	18.4%	17.4%	19.9%	18.8%
						ROIC	114.1%	173.9%	133.1%	332.7%	134.4%
						费用率					
						销售费用率	9.9%	9.7%	9.66%	9.20%	8.94%
						管理费用率	5.3%	4.6%	4.3%	4.1%	3.9%
						研发费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
						财务费用率	-2.9%	-2.6%	-2.7%	-2.7%	-2.7%
						四费/营业收入	12.6%	11.9%	11.4%	10.8%	10.2%
						偿债能力					
						资产负债率	28.5%	22.9%	29.2%	20.8%	25.7%
						负债权益比	39.8%	29.8%	41.2%	26.2%	34.6%
						流动比率	3.22	3.96	3.17	4.47	3.67
						速动比率	2.76	3.44	2.75	3.89	3.19
						利息保障倍数	-15.84	-17.64	-16.99	-17.41	-17.55
						分红指标					
						DPS(元)	2.20	2.58	3.04	3.57	4.15
						分红比率	49.1%	50.2%	50.0%	50.0%	50.0%
						股息收益率	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.9%
资产负债表											
	2019	2020	2021E	2022E	2023E						
货币资金	63,238.8	68,209.6	90,563.7	90,254.1	117,065.5						
交易性金融资产	-	-	-	-	-						
应收账款	167.8	77.7	208.6	121.3	256.6						
应收票据	14,643.1	18,568.4	20,156.3	24,473.1	26,654.3						
预付账款	231.9	247.3	295.2	324.3	380.1						
存货	13,679.6	13,228.3	17,231.9	17,553.1	22,000.0						
其他流动资产	4,665.4	2,024.4	2,024.4	2,024.4	2,024.4						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	1,021.8	1,850.0	1,850.0	1,850.0	1,850.0						
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	6,108.7	5,866.9	6,153.5	6,295.2	6,309.7						
在建工程	810.7	1,480.3	1,386.2	1,180.4	1,001.3						
无形资产	410.2	433.6	433.3	431.0	426.8						
其他非流动资产	1,418.9	1,906.7	1,850.9	1,795.3	1,782.6						
资产总额	106,397.0	113,893.1	142,154.0	146,302.2	179,751.2						
短期债务	-	-	-	-	-						
应付账款	5,550.4	6,145.7	7,094.4	8,025.6	9,167.0						
应付票据	419.5	763.6	575.7	953.8	785.3						
其他流动负债	24,064.8	18,969.6	33,522.5	21,163.8	35,978.9						
长期借款	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	266.3	256.0	256.0	256.0	256.0						
负债总额	30,300.9	26,134.9	41,448.6	30,399.1	46,187.1						
少数股东权益	1,805.3	2,052.3	3,189.2	4,517.3	6,064.7						
股本	3,881.6	3,881.6	3,881.6	3,881.6	3,881.6						
留存收益	70,409.1	81,824.4	93,634.6	107,504.2	123,617.7						
股东权益	76,096.0	87,758.2	100,705.4	115,903.1	133,564.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E						
净利润	18,228.3	20,913.3	23,620.5	27,739.1	32,227.1	EPS(元)	4.48	5.14	6.09	7.15	8.30
加:折旧和摊销	489.7	511.5	538.3	596.8	649.1	BVPS(元)	19.14	22.08	25.12	28.70	32.85
资产减值准备	3.4	5.9	-	-	-	PE(X)	49.7	43.3	36.6	31.2	26.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.6	10.1	8.9	7.8	6.8
财务费用	-0.1	0.1	-1,836.1	-2,100.6	-2,420.3	P/FCF	41.0	62.9	26.2	71.0	20.9
投资损失	-92.5	-93.5	-170.0	-100.0	-100.0	P/S	17.2	15.1	12.9	11.2	9.8
少数股东损益	826.1	958.5	1,136.9	1,328.1	1,547.4	EV/EBITDA	19.6	39.9	24.4	20.9	17.4
营运资金的变动	4,225.8	3,232.4	9,636.6	-15,574.1	8,981.3	CAGR(%)	16.8%	17.3%	20.8%	16.8%	17.3%
经营活动产生现金流量	23,112.1	14,698.3	32,926.2	11,889.4	40,884.7	PEG	3.0	2.5	1.8	1.9	1.5
投资活动产生现金流量	-1,616.4	-1,722.0	-560.0	-430.0	-380.0	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	-7,251.6	-9,213.2	-10,012.1	-11,769.0	-13,693.3	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034