

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

五粮液（000858.SZ）

维持评级

报告原因：业绩预告

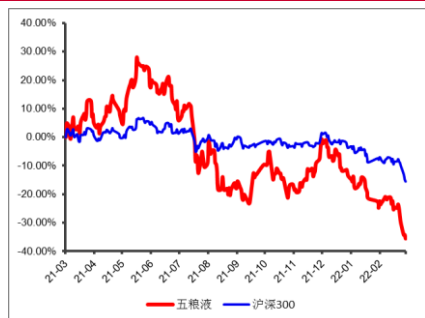
2021 顺利收官，延续高质量增长

买入

2022 年 3 月 12 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 3 月 11 日

收盘价(元)：171.77

年内最高/最低(元)：257.21/156.80

流通 A 股/总股本(亿)：38.82/38.82

流通 A 股市值(亿)：6667

总市值(亿)：6667

基础数据：2020 年 12 月 31 日

基本每股收益：5.14

每股净资产(元)：22.08

净资产收益率：24.94%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 公司披露 2021 年度主要业绩数据，2021 年营业收入约 662 亿元，比上年同期增长约 15%；实现净利润约 233.5 亿，同比增长约 17%。

事件点评

- Q4 增速回落，仍保持两位数增长。**公司 2021 年实现营业收入 662 亿元，同比增长 15%，归母净利润为 233.5 亿元，同比增长 17%。公司实现双位数增长，主要在于公司核心产品量价持续增长。其中单 Q4 实现营业收入 164.79 亿元，同比+11.13%；归母净利润 60.23 亿元，同比+11.34%。此外，普五提价后，进一步减少和控制过去发货过程中问题区域的供货数量，通过精准投放保证八代普五的稀缺性。今年动销符合预期，各地动销增长呈现两位数以上增长，除了个别疫情城市小幅波动。
- 持续优化产品体系，加强渠道建设。**1)产品矩阵方面，进一步强化“1+3”产品体系（1 是主品牌以八代为核心；3 是以 501 为代表的窖池系列，以经典为代表的年份系列、文创系列）；2)结构优化方面，形成三轮驱动：五粮液和浓香系列酒的双轮渠道；五粮液主品牌与文化酒的双轮渠道；八大五粮液与经典五粮液的双轮动。3)要持续加强渠道建设，全面加强市场拓展、要消化消费意见领袖和消费群层培育，因此通过品牌价值提升和消费者培育，实现五粮液价值的合理回归。
- 产能翻倍，确保“2118”发展目标实现。**2021 年白酒行业产能仍然过剩，挤压式增长的竞争格局将长期存在。白酒行业仍处于以结构性繁荣为特征的新一轮增长的长周期，高端白酒将继续引领行业结构性增长，行业进一步向优势品牌、优势企业、优势产区集中。我们认为普五八代通过加强精准管理，渠道利润有望提升，进而保证普五的发展；经典五粮液通过采取优化经典五粮液经销商及配额制度、明确经典五粮核心市场和重点市场等策略，保证整体实现稀缺态势；系列酒将坚持战略方向，优化战术动作，调整发展结构，持续做大贡献，进而确保 2022 年实现全年营收两位数增长。中长期看，不管从酿酒、制酒、包装、储酒能力都在现有产能基础上增加一倍以上，确保公司实现“2118”发展目标（原酒产能达到 20 万吨，基酒储能力达 100 万吨；销售收入突破 1000 亿；利税总额达 800 亿元）。



投资建议

- 短期来看，2021 年顺利收官。中长期看，我们认为公司通过持续完善品牌体系、优化渠道建设、强化组织保障，确保企业可持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 233.50 亿、277.62 亿、328.78 亿，EPS 分别为 6.02 元、7.15 元、8.47 元，对应当前股价，PE 分别为 28 倍、24 倍、20 倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 宏观经济不确定因素、行业竞争进一步加剧、是知名品牌知识产权保护风险

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	102,356	123,677	146,446	169,443	营业收入	57,321	66,149	76,931	88,470
现金	68,210	80,234	100,154	119,688	营业成本	14,812	16,868	19,387	21,675
应收账款	78	263	223	243	营业税金及附加	8,092	8,599	10,001	11,501
其他应收款	36	46	51	58	销售费用	5,579	6,152	6,924	7,697
预付账款	247	270	291	316	管理费用	2,610	3,307	3,539	3,716
存货	13,281	18,375	19,121	19,419	财务费用	(1,486)	(1,113)	(1,353)	(1,649)
其他流动资产	20,504	24,489	26,607	29,719	资产减值损失	(14)	15	3	3
非流动资产	11,537	10,323	10,285	10,215	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1,850	1,264	1,379	1,497	投资净收益	94	50	50	50
固定资产	5,867	5,495	5,124	4,752	营业利润	27,826	32,371	38,481	45,577
无形资产	434	405	378	353	营业外收入	41	50	50	50
其他非流动资产	3,387	3,160	3,405	3,613	营业外支出	189	50	50	50
资产总计	113,893	134,001	156,731	179,658	利润总额	27,678	32,371	38,481	45,577
流动负债	25,879	30,739	35,508	37,397	所得税	6,765	7,898	9,389	11,121
短期借款	0	0	0	0	净利润	20,913	24,472	29,092	34,456
应付账款	3,383	4,405	4,808	5,329	少数股东损益	959	1,124	1,329	1,579
其他流动负债	22,496	26,333	30,700	32,069	归属母公司净利润	19,955	23,348	27,762	32,878
非流动负债	256	248	239	226	EBITDA	26,799	31,658	37,527	44,325
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	5.14	6.02	7.15	8.47
其他非流动负债	256	248	239	226	主要财务比率				
负债合计	26,135	30,986	35,747	37,624	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,052	3,176	4,505	6,084	成长能力				
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	营业收入	14.37%	15.40%	16.30%	15.00%
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	营业利润	14.77%	16.33%	18.88%	18.44%
留存收益	79,142	93,274	109,914	129,386	归属于母公司净利润	14.67%	17.01%	18.90%	18.43%
归属母公司股东权益	85,706	99,838	116,479	135,950	获利能力				
负债和股东权益	113,893	134,001	156,731	179,658	毛利率(%)	74.16%	74.50%	74.80%	75.50%
现金流量表					净利率(%)	34.81%	35.30%	36.09%	37.16%
单位:百万元					ROE(%)	23.83%	23.76%	24.05%	24.26%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC(%)	154.20%	123.52%	79.05%	93.37%
经营活动现金流	14,698	19,491	29,753	31,360	偿债能力				
净利润	20,913	23,348	27,762	32,878	资产负债率(%)	22.95%	23.12%	22.81%	20.94%
折旧摊销	511	400	399	397	净负债比率(%)	-43.20%	-52.52%	-57.17%	-59.10%
财务费用	0	(1,113)	(1,353)	(1,649)	流动比率	3.96	4.02	4.12	4.53
投资损失	(94)	(50)	(50)	(50)	速动比率	3.44	3.43	3.59	4.01
营运资金变动	5,633	(4,233)	1,664	(1,797)	营运能力				
其他经营现金流	(12,266)	1,139	1,332	1,582	总资产周转率	0.52	0.53	0.53	0.53
投资活动现金流	(1,722)	636	(65)	(69)	应收账款周转率	651.58	510.86	395.39	497.34
资本支出	0	0	0	0	应付账款周转率	17.26	16.99	16.70	17.46
长期投资	(828)	586	(115)	(119)	每股指标 (元)				
其他投资现金流	(894)	50	50	50					



筹资活动现金流	(9,213)	(8,103)	(9,769)	(11,757)	每股收益(最新摊薄)	5.14	6.02	7.15	8.47
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.79	5.02	7.67	8.08
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	22.08	25.72	30.01	35.02
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	33.4	28.6	24.0	20.3
其他筹资现金流	(9,213)	(8,103)	(9,769)	(11,757)	P/B	7.8	6.7	5.7	4.9
现金净增加额	3,763	12,025	19,919	19,534	EV/EBITDA	39.79	19.03	15.61	12.86

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

