太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-10-30

公司点评报告

买入/维持

五 粮 液(000858)

目标价：274.49

昨收盘：216.51

食品饮料 饮料制造

五粮液：主销区疫情汛情影响短期节奏，全年经营目标达成无虞

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,882/3,882
总市值/流通(百万元)	840,407/840,407
12 个月最高/最低(元)	344.40/193.93

相关研究报告：

五 粮 液（000858）《五粮液：全线量价齐升，直销占比大幅提升》--2021/08/30

五 粮 液（000858）《五粮液：开门表现亮眼，品牌势能释放》--2021/04/28

五 粮 液（000858）《五粮液：Q2 收入利润双位数增长，量价确定性进一步提升》--2020/08/31

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL：caixy@tpyzq.com

点评事件：

公司发布 2021 年三季报，2021 年前三季度实现营收 497.21 亿元（+17.01%），归母净利润 173.27 亿元（+19.13%），扣非归母净利润 172.86 亿元（+18.53%）。Q3 实现营收 129.69 亿元（+10.61%），归母净利润 41.27 亿元(+11.84%)，扣非归母净利润 41.52 亿元(+11.61%)

核心观点：

1）发货节奏、主销区疫情汛情致 Q3 收入放缓，回款超前、现金流亮眼。

2021 年前三季度实现营收 497.21 亿元(+17.01%)，Q3 实现营收 129.69 亿元（+10.61%）。三季度前期普五的发货节奏有所控制、拉升价格，临近中秋加快发货节奏，华东主销区江苏疫情、河南汛情等，也略影响发货节奏，导致今年三季度增速较上半年放缓。此外三季度重点梳理经典产品的渠道组织架构，使得各级渠道价差、利润空间更为合理。系列酒收回五粮春品牌后，重点梳理市场此前库存、配合 6 月第二代新品上市、Q3 完成今年配额的新招商工作，估计系列酒增速单三季度略高于高端酒。

单三季度公司销售收现 158.80 亿元，同比增速 59.39%、增速较快主要系去年低基数、今年回款进度超前、银行承兑汇票到期收现增加均有关，带动经营净现金流 66.90 亿元、同比大幅增长 141.07%。三季度末公司合同负债+其他流动负债为 52.96 亿元，环比减少 18.46 亿元，同比增加 4.67 亿元；应收款项融资+应收票据为 181.66 亿元，环比减少 33.37 亿元，同比增加 15.78 亿元，环比减少主要系部分银行承兑汇票到期。报表经营质量良好。

2）高端酒内部结构持续优化、提升盈利能力。

2021 年前三季度，公司毛利率为 75.3%（+0.7pct）、考虑到运费统计口径调整影响，同口径下毛利率提升更多，净利率 34.8%（+0.6pct），公司营业税金率 14.2%(+0.5pct)，销售费用率 10.9%(-0.6pct)，管理费用率 4.3%(-0.1pct)，财务费用率-2.5%(+0.1pct)，毛销差 64.4%(+1.3pct)。

2021Q3，公司毛利率为 76.1%（+1.6pct），尽管增速上系列酒表现更

执业资格证书编码：S1190517050002

优，但普五计划外 999 元出厂价产品回款占比增加、以及经典五粮液加大放量、团购占比上升，助力毛利率提升较前两个季度更加明显，营业税金率 15.2%、增加 1.2pct 抵消部分毛利率提升，销售费用率 14.2%(-0.2pct)，管理费用率 5.1%(-0.1pct)，财务费用率 -3.0%(+0.1pct)，净利率 31.8%、增加 0.4pct。

盈利预测与评级：我们预计普五今年销量完成中高个位数增长、经典五粮液翻倍至 2000 吨比较确定，结合计划外投放、团购进一步提升，吨价提升显著,五粮春收回管理等助力公司完成双位数增长目标无虞。超前回款确保今年 Q4 在市场秩序端的操作以及明年春节旺季更有余地。

经典在上半年试销后，Q3 经过渠道模式及销售政策调整后、管理更精细化，平台商及分销商在分工上、利润空间上更为合理，有利于稳定后续价盘，促进其良性销售，为未来持续放量调整好基础。

今年继续延续去年市场动作、进行全渠道改革，深化和扩大渠道改革区域和范围。重点市场重新划分销售区域，将经销商划分为全渠道运营商和团购经销商、加强精细化管理，优化经销商结构，有利于公司长远发展。

我们预计公司 2021-2023 年收入增速 17.01%、17.11%、15.50%，归母净利润增速 19.90%、22.05%、20.16%，维持目标价 274.49 元、买入评级。

风险提示：原材料价格波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

■ **主要财务指标**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	57321.00	67069.90	78545.56	90720.12
同比增长	14.37%	17.01%	17.11%	15.50%
净利润(百万元)	19955	23926.85	29202.72	35089.98
同比增长	14.67%	19.90%	22.05%	20.16%
摊薄每股收益(元)	5.14	6.16	7.52	9.04
PE	42.12	35.12	28.78	23.95

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售　　李艳文　　13728975701　　liyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。