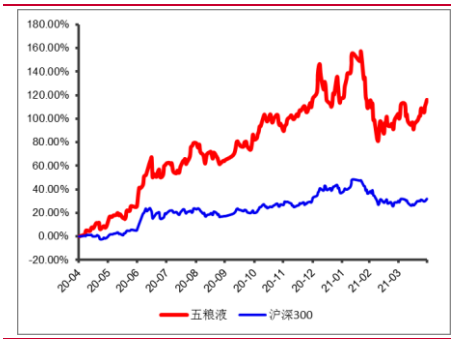
食品饮料 五粮液（000858.SZ） 维持评级

报告原因：三季报点评 **三季度增速放缓，但全年目标可期** **买入**

2021 年月 10 月 31 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 10 月 29 日

收盘价(元)：216.51

年内最高/最低（元）：353.77/192.43

流通 A 股/总股本（亿）：38.82/38.82

流通 A 股市值（亿）：8404

总市值（亿）：8404

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

- 公司发布三季报，公司 1-9 月实现营业收入 497.21 亿元，同比增长 17.01%；实现归属于上市公司股东的净利润 173.27 亿元，同比增长 19.13%；基本每股收益 4.46 元。

事件点评

- **三季度增速回落，仍保持两位数增长。**公司 2021 前三季度实现营业收入 497.21 亿元，同比增长 17.01%，归母净利润为 173.27 亿元，同比增长 19.13%。其中单 Q3 营收为 129.69 亿元，同比增加 10.61%，归母净利润 41.27 亿元，同比增长 11.84%，三季度增速回落，仍保持两位数增长。具体来看：一是去年基数偏高，二是 Q3 受疫情及水灾的影响，导致部分需求延后。
- **盈利能力持续增强，现金流表现靓丽。**公司 2021 前三季度销售净利率 36.55%，同比增加 0.72pct。具体来看：1）2021 前三季度销售毛利率为 75.26%，同比增加 0.73pct，主要在于产品结构升级及渠道结构优化；2）2021 前三季度销售期间费用率 12.94%，同比减少 0.57pct。其中销售费用率为 10.86%，同比减少 0.61pct；管理费用率 4.58%，同比下降 0.05pct；财务费用率为-2.5%，同比增加 0.09pct。2）预收账款方面，2021 前三季度公司合同负债 46.91 亿元，同比增加 3.06 亿元；3）现金流方面，2021 前三季度经营活动产生的现金流量净额为 153.98 亿元，同比增加 290.47%，主要在于上年同期基数偏低，以及本期营业收入、银行承兑汇票到期收现增加。
- **2021 年经营目标双位数增长，有望完成。**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。三季度业绩增速放缓，考虑到第四季度是白酒行业回款和销售旺季，我们认为第八代五粮液继续量价齐升，经典五粮液在渠道优化、服务升级的驱动下，有望放量增长；系列酒将“坚持、优化、调整”作为工作主线，四大全国性战略品牌发展势头持续向好，贡献度持续提升，进而确保实现全年营收两位数增长。

投资建议

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

- 短期来看，全年目标完成无虞，稳健增长蓄力来年。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 243.10 亿、289.60 亿、342.18 亿，EPS 分别为 6.26 元、7.46 元、8.82 元，对应当前股价，PE 分别为 34 倍、29 倍、25 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 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	102,356	124,949	148,530	172,429
现金	68,210	81,044	101,813	122,114
应收账款	78	270	228	249
其他应收款	36	47	52	60
预付账款	247	270	291	316
存货	13,281	18,246	18,901	19,257
其他流动资产	20,504	25,072	27,244	30,435
非流动资产	11,537	10,342	10,307	10,242
长期投资	1,850	1,264	1,379	1,497
固定资产	5,867	5,495	5,124	4,752
无形资产	434	405	378	353
其他非流动资产	3,387	3,179	3,427	3,640
资产总计	113,893	135,291	158,837	182,671
流动负债	25,879	31,402	36,212	38,150
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3,383	4,374	4,753	5,284
其他流动负债	22,496	27,028	31,460	32,866
非流动负债	256	246	237	224
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	256	246	237	224
负债合计	26,135	31,648	36,449	38,374
少数股东权益	2,052	3,222	4,609	6,252
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683
留存收益	79,142	93,856	111,215	131,480
归属母公司股东权益	85,706	100,421	117,779	138,044
负债和股东权益	113,893	135,291	158,837	182,671

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	14,698	20,674	31,064	32,643
净利润	20,913	24,310	28,960	34,218
折旧摊销	511	400	399	397
财务费用	0	(1,119)	(1,371)	(1,679)
投资损失	(94)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	5,633	(4,052)	1,738	(1,889)
其他经营现金流	(12,266)	1,184	1,389	1,646
投资活动现金流	(1,722)	636	(65)	(69)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(828)	586	(115)	(119)
其他投资现金流	(894)	50	50	50

利润表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	57,321	67,811	78,864	90,694
营业成本	14,812	16,749	19,164	21,494
营业税金及附加	8,092	8,815	10,252	11,790
销售费用	5,579	6,306	7,098	7,890
管理费用	2,610	3,391	3,628	3,809
财务费用	(1,486)	(1,119)	(1,371)	(1,679)
资产减值损失	(14)	14	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	94	50	50	50
营业利润	27,826	33,704	40,141	47,436
营业外收入	41	50	50	50
营业外支出	189	50	50	50
利润总额	27,678	33,704	40,141	47,436
所得税	6,765	8,224	9,795	11,574
净利润	20,913	25,480	30,347	35,861
少数股东损益	959	1,170	1,387	1,643
归属母公司净利润	19,955	24,310	28,960	34,218
EBITDA	26,799	32,985	39,169	46,153
EPS（元）	5.14	6.26	7.46	8.82

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	14.37%	18.30%	16.30%	15.00%
营业利润	14.77%	21.12%	19.10%	18.17%
归属于母公司净利润	14.67%	21.83%	19.13%	18.16%
获利能力				
毛利率(%)	74.16%	75.30%	75.70%	76.30%
净利率(%)	34.81%	35.85%	36.72%	37.73%
ROE(%)	23.83%	24.58%	24.80%	24.85%
ROIC(%)	154.20%	128.76%	82.24%	96.96%
偿债能力				
资产负债率(%)	22.95%	23.39%	22.95%	21.01%
净负债比率(%)	-43.20%	-52.98%	-57.33%	-59.37%
流动比率	3.96	3.98	4.10	4.52
速动比率	3.44	3.40	3.58	4.01
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.54	0.54	0.53
应收账款周转率	651.58	512.87	395.39	497.34
应付账款周转率	17.26	17.48	17.28	18.07
每股指标（元）				

筹资活动现金流	(9,213)	(8,476)	(10,231)	(12,273)	每股收益(最新摊薄)	5.14	6.26	7.46	8.82
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.79	5.33	8.00	8.41
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	22.08	25.87	30.34	35.56
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	42.1	34.6	29.0	24.6
其他筹资现金流	(9,213)	(8,476)	(10,231)	(12,273)	P/B	9.8	8.4	7.1	6.1
现金净增加额	3,763	12,834	20,769	20,301	EV/EBITDA	39.79	23.51	19.36	16.07

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