

东方证券股份有限公司叶书怀,蔡琪,周翰近期对五粮液进行研究并发布了研究报告《三季度增速超预期,浓香龙头底蕴凸显》,本报告对五粮液给出买入评级,认为其目标价位为187.38元,当前股价为137.5元,预期上涨幅度为36.28%。

## 五粮液(000858)

公司公布22年三季报,22年前三季度实现营收557.80亿元(yoy+12.2%),归母净利润199.89亿元(yoy+15.4%);其中21Q3实现营收145.57亿元(yoy+12.2%),归母净利润48.90亿元(yoy+18.5%),三季度业绩增速较高,超出市场预期。

三季度营收增速环比提升,调整口径下增速亮眼。公司22Q3营收同比增长12.2%,环比22Q2增速提升,预计主要因为:1)22Q3虽有疫情影响,但公司品牌力领先,多地反馈中秋国庆旺季终端动销仍实现同比增长;2)公司对渠道提供信贷服务等支持力度加大,提升渠道进货意愿。拆分量价,预计22Q3五粮液系列产品增长延续上半年量价齐升的趋势。22Q3末,公司合同负债余额29.63亿元,环比增加10.86亿元;测算得22Q3单季度收入+合同负债增加值为156.44元。

毛利率同比下降,控费提升盈利能力。22Q3毛利率73.29%(yoy-2.83pct),预计主要因为公司对渠道的支持力度加大以及系列酒产品占比提升;前三季度毛利率75.97%(yoy+0.71pct),稳步提升。22Q3销售费用率11.45%(yoy-2.77pct),管理费用率4.11%(yoy-0.70pct),公司费用控制加强,税金及附加占营收比重14.13%(yoy-1.09pct)。综合,22Q3净利率35.10%(yoy+1.74pct),盈利能力改善。

品牌力领先动销顺畅,期待春节旺季开门红。前期旺季结束后,普五批价有所下滑,目前在965元左右,边际上趋于稳定。五粮液品牌知名度高,普五在商务宴席等场合仍是首选的白酒产品之一,终端动销情况良好,营收增长有保证。新管理层上任以后,积极推进经营管理变革,有望进一步提升公司在渠道操作上的灵活度,提升渠道利润,推动终端成交价上行。近期,受海外金融环境收紧影响外资持续流出,同时市场担心白酒行业监管政策收紧等,白酒板块调整幅度较大,我们认为短期情绪波动不改变基本面的趋势。随着国内对经济的支持政策逐渐加强,白酒基本面有望企稳,在接下来的春节旺季中,公司作为头部品牌有望顺利实现开门红。

## 盈利预测与投资建议

下调营收和毛利率,预测公司22-24年每股收益分别为6.94、7.97和9.10元(原预测为6.94、8.09、9.31元)。结合可比公司估值,给予22年27倍PE,对应目标价187.38元,维持买入评级。

风险提示:渠道利润弱化、价格不及预期、食品安全事件风险。

证券之星数据中心根据近三年发布的研报数据计算，中信证券姜娅研究员团队对该股研究较为深入，近三年预测准确度均值高达99.46%，其预测2022年度归属净利润为盈利269.35亿，根据现价换算的预测PE为19.81。

最新盈利预测明细如下：