

2021年12月19日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

五粮液(000858): 1218大会反馈积极,务实向前进

推荐 (首次)

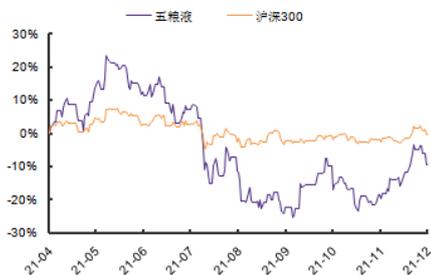
投资要点

分析师: 孙山山
执业证书编号: S1050521110005
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据 2021-12-19

当前股价(元)	235.16
总市值(亿元)	9,128.0
总股本(百万股)	3,881.6
流通股本(百万股)	3,881.5
52周价格范围(元)	192.43-357.19
日均成交额(百万元)	6,392.8

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

■ 聚焦补短板, 六大突破向前进

公司2021Q1-Q3营收497.21亿元, 同增17%; 归母净利润173.27亿元, 同增19%; 扣非净利润172.86亿元, 同增18.53%; 其中2021Q3营收129.69亿元, 同增11%; 归母净利润41.27亿元, 同增12%; 扣非净利润41.52亿元, 同增11.61%, 继续保持稳增长。当前公司的短板在于五粮液品牌价值仍处于洼地, 文化传播力度有待提升, 部分市场基础工作薄弱, 营销团队转型速度偏慢, 少数经销商服务意识有待加强服务能力有待提升, 部分商家盈利水平没有达到预期, 从提升品牌价值、坚守品牌品质、统筹渠道管理等多个维度思考谋划。

今年公司进行六大突破: 1) 产品结构实现新优化。核心大单品8代五粮液整体实现价稳量升、终端动销再创新高、量价关系争取良性。系列酒产品体系更加聚焦, 成功推出新品五粮春、尖庄1911等产品, 系列酒向自营品牌、中高价位品牌、优质品牌三个聚焦更加明显。2) 品牌推广实现新突破。依托五粮液核心价值、厚重文化底蕴、原粮、窖池、酿造、品质品牌优势贴近不同消费圈层, 从国际国内进行品牌输出活动。3) 渠道建设实现新升级。传统终端渠道进一步优化, 稳步推进五粮液和系列渠道供应链整合, 全国、区域商超精细化服务稳步推进。团购网络进一步完善, 70%企业实现团购, 构建以龙头企业引领, 覆盖全国3万家企业的团购网络, 北上广深成都杭州南京郑州等重点市场进行专项拓展, 实现较好增长。4) 消费培育增强新活力。面向团购客户开展专项个性化服务, 消费潜力进一步激发, 举办品鉴会, 在高端消费的口碑和活跃度稳步提升。系列酒以线上引流线下扫码促进消费者拉新和转化, 忠实消费者逐渐增加。5) 数字化转型取得新进展。对内建立自上而下的销售指标分解机制, 全过程促进营销动作落地。对外将传统业务、创新业务等营销过程纳入线上数字化系统, 数字赋能成效初次显现。6) 厂商关系达到新高度。厂商共同顺畅沟通渠道、共同提供评鉴增值服务、共同加强业务学习、共同提升素质形象、共同做强代系传承, 命运共同体更加稳固。

■ 2022年五大工作重点, 品牌产品渠道向上

2022年公司五大工作重点: 1) 坚持文化与服务并举, 持续加大消费者培育力度。2022年公司计划新建10个文化体验馆并投入使用, 打造意见领袖和消费圈培养的重要阵地。聚焦

8代五粮液和经典五粮液，加大品牌宣传、IP升级、加大国际平台的战略合作、做好文化酒的定制工作，有序推进定制酒、封坛酒和团购销售。做好意见领袖和消费圈的服务、企业专属团购定制工作，构建更强大的服务经销体系，优化对意见领袖的一对一服务。2) 坚持供给与需求平衡，持续提升五粮液的市场定位。坚持巩固8代五粮液千元价格带大单品的市场核心地位，持续优化计划配置，优化标准计划拓展增量计划、优化传统渠道拓展团购渠道，稳定传统优质市场拓展高级重点市场，夯实市场基础高质量挖取市场稳定增长潜力，优先保证优质销售的需求。坚持发力2000家白酒市场，强化经典五粮液市场培育，强化1+2+N渠道模式，用好经典五粮液稀缺的产品资源，经销资源。营造良好市场氛围，提升经典五粮液的市场地位。3) 坚持个性与市场结合，持续满足新时代消费需求。启动老酒系列活动，做大老酒市场。持续培育低度消费市场，充分发挥低度白酒优势，扩大低度稳；稳主销市场优势，形成低度不低价的市场认知。契合新生代消费新需求，重点发展果酒和特质酒等酒品，适度发展葡萄酒。4) 坚持规模与价值并重，持续推动系列酒升级发展。五粮液以“三性一度”和“三个聚焦”为导向，系统落实“做强全国性战略品牌、做大区域性重点品牌、做优总经销品牌”具体举措，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四大全国新战略产品，区域战略品牌作为战略协同，进一步优化量价关系，促进系列酒品牌价值、市场规模双提升。加强产品动销，打造10/20/30/50亿级的大单品，加强品牌打造和扩展。加强渠道网点建设，积极发挥好KA、电商形象标杆的作用。5) 坚持共享与共建并进，持续筑牢五粮液命运共同体。优化团队业务能力和服务能力，加快从“管理型”向“赋能型”、“服务型”团队转型。

■ 2022年继续稳中求进，品牌势能持续向上

进入2022年，公司将继续做好营销工作，坚持稳中求进的工作总基调，坚持聚焦酒业做强主业不动摇，持续推动转型创新跨越，深入推进补短板拉长版的长期工作方针，布局新一轮高质量发展。坚持以高质量提升为核心，加快构建新厂商关系，强化供应链稳定、渠道转型、市场预期，确保全面实现稳中有进的新发展。

未来公司四大看点：第一，主品牌“1+3”产品体系不变，持续推进既定战略，高举高打推进经典五粮液发展。第二，渠道方面，持续推进团购渠道，去年公司主动开拓团购渠道，2021年团购目标30%。第三，系列酒方面，聚焦资源打造尖庄、五粮醇、五粮春、五粮特曲四个全国性战略品牌，十四五期间力争销售额200亿元以上：尖庄目标100亿元，五粮醇和五粮春目标50亿元，五粮特曲目标20亿元。第四，当

前茅台批价稳步在2500元以上，明年五粮液批价站稳千元价格带问题不大，有望继续量价齐升，业绩确定性较高。

■ 盈利预测

当前茅台占位2500元以上价格带，这为五粮液站上千元价格带打开天花板。我们认为公司近几年多措并举，对品牌、产品、价格、渠道等进行改革和完善，效果显著，市场认可度较高，预计2021-2023年EPS分别为6.26/7.40/8.64元，当前股价对应PE分别为38/32/27倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、经典五粮液增长不及预期、批价上行不及预期、团购增长不及预期等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	57,321	67,410	78,030	89,568
增长率（%）	15.5%	17.6%	15.8%	14.8%
归母净利润（百万元）	19,955	24,314	28,731	33,542
增长率（%）	14.7%	21.8%	18.2%	16.7%
摊薄每股收益（元）	5.14	6.26	7.40	8.64
ROE（%）	22.7%	23.8%	24.0%	23.9%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	57,321	67,410	78,030	89,568
现金及现金等价物	68,210	80,396	96,689	115,834	营业成本	14,812	16,201	18,322	20,660
应收款	18,646	20,315	21,378	22,085	营业税金及附加	8,092	8,966	10,300	11,733
存货	13,228	13,790	14,115	15,087	销售费用	5,579	6,067	6,945	7,882
其他流动资产	2,272	2,764	3,121	3,493	管理费用	2,610	2,696	3,043	3,404
流动资产合计	102,356	117,265	135,303	156,499	财务费用	-1,486	-241	-290	-348
非流动资产:					研发费用	131	154	179	205
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	6,834	8,677	9,876	11,143
固定资产	5,867	6,364	6,295	6,017	资产减值损失	-14	-8	-5	-3
在建工程	1,480	592	237	95	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	434	429	407	386	投资收益	94	0	0	0
长期股权投资	1,850	1,850	1,850	1,850	营业利润	27,826	33,575	39,536	46,034
其他非流动资产	1,907	1,907	1,907	1,907	加: 营业外收入	41	50	45	42
非流动资产合计	11,537	11,141	10,695	10,254	减: 营业外支出	189	125	90	80
资产总计	113,893	128,406	145,998	166,754	利润总额	27,678	33,500	39,491	45,996
流动负债:					所得税费用	6,765	8,040	9,438	10,947
短期借款	0	0	0	0	净利润	20,913	25,460	30,053	35,049
应付账款、票据	4,147	4,137	4,313	4,437	少数股东损益	959	1,146	1,322	1,507
其他流动负债	21,708	21,708	21,708	21,708	归母净利润	19,955	24,314	28,731	33,542
流动负债合计	25,879	25,874	26,054	26,183					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	256	256	256	256	营业收入增长率	15.5%	17.6%	15.8%	14.8%
非流动负债合计	256	256	256	256	归母净利润增长率	14.7%	21.8%	18.2%	16.7%
负债合计	26,135	26,130	26,310	26,439	盈利能力				
所有者权益					毛利率	74.2%	76.0%	76.5%	76.9%
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	四项费用/营收	11.9%	12.9%	12.7%	12.4%
股东权益	87,758	102,277	119,688	140,314	净利率	36.5%	37.8%	38.5%	39.1%
负债和所有者权益	113,893	128,406	145,998	166,754	ROE	22.7%	23.8%	24.0%	23.9%
					偿债能力				
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	资产负债率	22.9%	20.3%	18.0%	15.9%
净利润	20913	25460	30053	35049	营运能力				
少数股东权益	959	1146	1322	1507	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
折旧摊销	463	413	446	440	应收账款周转率	3.1	3.3	3.7	4.1
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	1.1	1.8	2.0	2.1
营运资金变动	-7637	-2718	-1925	-2181	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	14698	24290	30256	35074	EPS	5.14	6.26	7.40	8.64
投资活动现金净流量	-1722	391	424	420	P/E	45.7	37.5	31.8	27.2
筹资活动现金净流量	-790	-10941	-12641	-14423	P/S	15.9	13.5	11.7	10.2
现金流量净额	12,186	13,740	18,039	21,071	P/B	10.7	9.2	7.9	6.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。