

公司研究

强调营销质量，来年稳中求进

——五粮液（000858.SZ）跟踪报告

要点

事件：我们近期参加五粮液第二十五届 1218 经销商大会，并跟踪河南、江苏等主要市场渠道动销，更新观点如下：

21 年稳中有进，营销质量稳步提升。据管理层报告，2021 年公司经营业绩、品牌价值、企业形象稳步提升，品牌支撑、科技创新、文化建设、产业生态、团队建设明显增强，同时在产品结构、品牌推广、渠道建设、消费者培育、数字化转型、厂商关系方面取得新突破，为来年发展奠定基础。其中 **1) 产品端：**五粮液体系价稳量升，经典五粮液导入市场，牛年纪念酒等有效补充产品矩阵，系列酒更加聚焦，清退总经销品牌 7 个以及产品 509 款，品牌与产品数量均压缩 80%，并向自营/中高价位/优质品牌聚焦。**2) 渠道端：**传统终端进一步优化，新增高质量终端 5300 个，优化低质量终端 1600 家，系列酒终端数量 66.5 万家，同比增加 52.5%，团购网络覆盖拜访重点企业近 3 万家，其中近 70% 企业实现团购。

经销商考评更侧重营销质量，奖励覆盖面亦有所扩大。从本次经销商考评来看，公司更加侧重营销质量、强调共商共建共享，考核方式进一步优化、评奖覆盖面也有所扩大。**1) 考评细则：**围绕进货总额、进货单瓶均价、新产品进货额、发运动销、消费者培育五个方面，五粮液板块除进货总额外，重点考核八代团购增量份额、经典五粮液进货额以及营销过程，并将现金回款比例纳入价值系数，系列酒板块重点考核进货总额以及当期进货均价。**2) 奖励范围：**以新商老商、大商小商一视同仁为导向，获奖总数达 2279 家次，同比增加 38.2%。本次评奖一方面有助于提升经销商积极性、构建良好的厂商关系，另一方面考评规则的调整也体现了公司对于渠道运作质量、高端产品导入效果、品牌高度提升的重视。

22 年谋求高质量增长，经验势能向上可期。展望 2022 年，公司定调稳中求进，提出持续加大消费者培育、提升品牌市场地位、满足新时代消费需求、推动系列酒升级发展、坚持共享与共建并进五个营销重点。从短期跟踪来看，当下进入来年备货期，渠道反馈 22 年八代综合拿货成本提升，近期批价有所回暖，江苏等核心市场批价 970 元左右，渠道及终端库存良性，后续春节旺季批价有望提升。经典五粮液仍为发展重点，公司将继续强化核心群体培育、优化渠道模式，1618、低度、纪念酒等产品亦有望贡献增量。前期受三季度业绩增长放缓、普五批价提升平稳等因素影响，估值受到一定压制，但考虑普五实际动销顺畅、公司在千元价格带品牌力强劲，22 年高质量增长可期，业绩弹性与估值抬升亦值得期待。

盈利预测、估值与评级：维持 2021-23 年净利润预测 240/287/342 亿，对应 EPS 为 6.17/7.40/8.81 元，当前股价对应 P/E 为 38/32/27 倍，重申“买入”评级。

风险提示：经典五粮液反馈不及预期，普五动销不及预期，高端白酒竞争加剧

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,118	57,321	67,934	79,205	91,071
营业收入增长率	25.20%	14.37%	18.52%	16.59%	14.98%
净利润(百万元)	17,402	19,955	23,968	28,725	34,208
净利润增长率	30.02%	14.67%	20.11%	19.85%	19.09%
EPS(元)	4.48	5.14	6.17	7.40	8.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.42%	23.28%	24.05%	24.73%	25.26%
P/E	53	46	38	32	27
P/B	12.3	10.7	9.2	7.9	6.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-20

买入（维持）

当前价：236.00 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	38.82
总市值(亿元):	9160.60
一年最低/最高(元):	192.43/353.77
近 3 月换手率:	42.18%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.93	20.48	-12.99
绝对	9.27	21.69	-15.48

资料来源：Wind

相关研报

Q3 增速放缓，后续动能仍足——五粮液（000858.SZ）2021 年三季报点评（2021-10-31）

稳步增长，蓄力前行——五粮液（000858.SZ）2021 年半年报点评（2021-08-29）

重塑价格标杆，蓄力长期发展——五粮液（000858.SZ）动态跟踪（2021-08-24）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	50,118	57,321	67,934	79,205	91,071
营业成本	12,802	14,812	16,452	18,299	20,033
折旧和摊销	438	463	462	556	616
税金及附加	6,984	8,092	9,579	11,168	12,841
销售费用	4,986	5,579	7,337	8,316	8,834
管理费用	2,655	2,610	3,057	3,564	4,098
研发费用	126	131	156	182	182
财务费用	-1,431	-1,486	-1,400	-1,600	-1,700
投资收益	93	94	100	100	100
营业利润	24,246	27,826	33,057	39,621	47,167
利润总额	24,106	27,678	32,972	39,516	47,059
所得税	5,878	6,765	8,045	9,642	11,482
净利润	18,228	20,913	24,927	29,874	35,577
少数股东损益	826	959	959	1,149	1,368
归属母公司净利润	17,402	19,955	23,968	28,725	34,208
EPS(元)	4.48	5.14	6.17	7.40	8.81

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	23,112	14,698	32,274	30,624	37,816
净利润	17,402	19,955	23,968	28,725	34,208
折旧摊销	438	463	462	556	616
净营运资金增加	7,017	13,557	5,900	11,627	10,814
其他	-1,744	-19,277	1,944	-10,284	-7,823
投资活动产生现金流	-1,616	-1,722	-2,059	-1,525	-1,500
净资本支出	-1,607	-987	-2,100	-1,550	-1,550
长期投资变化	1,022	1,850	0	0	0
其他资产变化	-1,032	-2,585	41	25	50
融资活动现金流	-7,252	-9,213	-8,515	-10,614	-13,237
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	100	0	0
无息负债变化	9,326	-4,166	11,511	5,872	7,150
净现金流	14,244	3,763	21,700	18,485	23,079

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	74.5%	74.2%	75.8%	76.9%	78.0%
EBITDA 率	46.3%	46.7%	47.2%	48.6%	50.5%
EBIT 率	45.3%	45.8%	46.5%	47.9%	49.8%
税前净利润率	48.1%	48.3%	48.5%	49.9%	51.7%
归母净利润率	34.7%	34.8%	35.3%	36.3%	37.6%
ROA	17.1%	18.4%	17.8%	18.2%	18.6%
ROE (摊薄)	23.4%	23.3%	24.0%	24.7%	25.3%
经营性 ROIC	23.9%	23.0%	25.8%	27.2%	29.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	28%	23%	27%	27%	26%
流动比率	3.22	3.96	3.43	3.49	3.52
速动比率	2.76	3.44	2.97	3.05	3.12
归母权益/有息债务	-	-	996.60	1161.70	1354.42
有形资产/有息债务	-	-	1398.29	1633.18	1910.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	106,397	113,893	140,417	163,949	191,739
货币资金	63,239	68,210	89,910	108,395	131,474
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	134	41	162	175	186
应收票据	14,643	18,568	19,022	21,385	23,678
其他应收款 (合计)	1,249	36	0	0	0
存货	13,680	13,228	17,244	18,822	20,215
其他流动资产	3,450	2,024	2,024	2,024	2,024
流动资产合计	96,627	102,356	128,739	151,198	178,003
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,022	1,850	1,850	1,850	1,850
固定资产	6,108	5,867	7,436	7,735	8,103
在建工程	811	1,480	1,260	1,620	2,003
无形资产	410	434	524	563	601
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	165	293	293	293	293
非流动资产合计	9,770	11,537	11,677	12,750	13,736
总负债	30,301	26,135	37,746	43,618	50,769
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,258	3,383	4,113	4,575	5,008
应付票据	419	764	823	915	1,002
预收账款	12,531	24	13,587	16,633	20,946
其他流动负债	0	1,117	1,117	1,117	1,117
流动负债合计	30,035	25,879	37,488	43,360	50,511
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	266	256	256	256	256
非流动负债合计	266	256	258	258	258
股东权益	76,096	87,758	102,671	120,330	140,970
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
公积金	18,775	22,381	22,381	22,381	22,381
未分配利润	51,634	59,443	73,397	89,907	109,179
归属母公司权益	74,291	85,706	99,660	116,170	135,442
少数股东权益	1,805	2,052	3,011	4,160	5,528

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.95%	9.73%	10.80%	10.50%	9.70%
管理费用率	5.30%	4.55%	4.50%	4.50%	4.50%
财务费用率	-2.85%	-2.59%	-2.06%	-2.02%	-1.87%
研发费用率	0.25%	0.23%	0.23%	0.23%	0.20%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	2.20	2.58	3.15	3.85	4.58
每股经营现金流	5.95	3.79	8.31	7.89	9.74
每股净资产	19.14	22.08	25.67	29.93	34.89
每股销售收入	12.91	14.77	17.50	20.41	23.46

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	53	46	38	32	27
PB	12.3	10.7	9.2	7.9	6.8
EV/EBITDA	39.5	34.4	28.4	23.6	19.6
股息率	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE