

## 五粮液 (000858.SZ)

## 改革方案清晰，边际改善在即

2022年03月14日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

逢晓娟 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

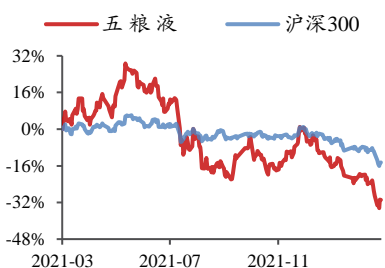
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060002

日期	2022/3/11
当前股价(元)	171.77
一年最高最低(元)	326.23/156.80
总市值(亿元)	6,667.44
流通市值(亿元)	6,667.27
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	38.82
近3个月换手率(%)	33.97

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-2021年略有波折,看好2022年改善潜力》-2022.3.10

《公司信息更新报告-市场动销好于报表表现,未来稳健成长无忧》-2021.11.1

《公司信息更新报告-各系列量价齐升,直营占比明显提高》-2021.8.30

### ● 公司品牌壁垒深厚,管理层换届带来积极变化,维持“买入”评级

3月11日,五粮液2022年投资者沟通交流会在线上举行,五粮液集团(股份)公司党委书记、董事长曾从钦等管理层领导出席会议,与投资者、券商代表就企业发展沟通交流。参考公司指引,我们维持2021-2023年盈利预测,预计2021-2023年公司归母净利润分别为233.5亿元、267.4亿元、315.6亿元,EPS分别为6.02元、6.89元、8.13元,经过前期下跌,公司投资性价比显著提升,看好后续市场改革动作带来产品批价回升,当前股价对应PE分别为28.6、24.9、21.1倍,维持“买入”评级。

### ● 公司目标指引乐观,十四五期间股份公司力争实现双位数复合增长

十四五期间集团层面坚持稳中求进,力争酒业收入超过1000亿,多远产业收入超过1000亿。股份公司销售收入突破1000亿,利税总额达到800亿。未来集团持续保持双位数增长,股份公司继续保持高于集团的增长速度。公司的指引乐观,彰显对未来增长的信心。

### ● 理顺管理机制,完善中长期激励制度

公司正在积极有效的理顺股份公司的管理体制。除此之外公司做了中长期激励方案,包括薪酬改革、股权激励都在有序推进,公司将通过深化改革,充分调动管理层、员工的积极性,从而为公司长远发展提供内生保障。

### ● 系统性规划八代五粮液投放渠道和结构,着力提升经销商利润空间

第一,减少和优化传统渠道的投放量,通过精准投放,体现产品的稀缺性。第二提升加大新零售,电商系统投放量,加大企业直销渠道拓展,保障投放效果。围绕文化创意产品进一步提升优质商家渠道利润。经典五粮液多方位进行调整,坚定不移进行品牌塑造。系列酒方面夯实渠道基础,打造样板市场,推动销售收入继续保持两位数以上的增长。公司改革方案清晰,预计二季度可看到积极效果。

### ● 风险提示:宏观经济波动致使需求下滑,产品价格提升不及预期等

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,118	57,321	66,184	75,242	85,525
YOY(%)	25.2	14.4	15.5	13.7	13.7
归母净利润(百万元)	17,402	19,955	23,349	26,736	31,557
YOY(%)	30.0	14.7	17.0	14.5	18.0
毛利率(%)	74.5	74.2	76.3	77.1	77.8
净利率(%)	34.7	34.8	35.3	35.5	36.9
ROE(%)	24.0	23.8	23.9	22.7	22.2
EPS(摊薄/元)	4.48	5.14	6.02	6.89	8.13
P/E(倍)	38.3	33.4	28.6	24.9	21.1
P/B(倍)	9.0	7.8	6.7	5.6	4.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	96627	102356	127983	137370	174564
现金	63239	68210	89033	94792	126227
应收票据及应收账款	14778	18610	19940	23886	25929
其他应收款	1249	36	1447	239	1678
预付账款	232	247	306	323	392
存货	13680	13228	15232	16105	18313
其他流动资产	3450	2024	2024	2024	2024
<b>非流动资产</b>	9770	11537	13361	14977	16655
长期投资	1022	1850	2767	3689	4609
固定资产	6109	5867	7033	7947	8810
无形资产	410	434	420	410	401
其他非流动资产	2229	3387	3140	2931	2835
<b>资产总计</b>	106397	113893	141343	152347	191219
<b>流动负债</b>	30035	25879	38878	28602	41795
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3677	4147	4128	4983	5024
其他流动负债	26357	21732	34749	23619	36770
<b>非流动负债</b>	266	256	256	256	256
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	266	256	256	256	256
<b>负债合计</b>	30301	26135	39134	28858	42051
少数股东权益	1805	2052	3169	4450	5962
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	67726	79142	91378	105412	122048
<b>归属母公司股东权益</b>	74291	85706	99040	119038	143207
负债和股东权益	106397	113893	141343	152347	191219

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	23112	14698	29457	10441	36121
净利润	18228	20913	24466	28017	33068
折旧摊销	490	511	567	683	738
财务费用	-1431	-1486	-3682	-4262	-5026
投资损失	-93	-94	-89	-94	-92
营运资金变动	4767	-6315	8195	-13904	7433
其他经营现金流	1150	1168	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1616	-1722	-2301	-2206	-2324
资本支出	1699	994	906	694	758
长期投资	-10	-735	-917	-920	-920
其他投资现金流	72	-1463	-2312	-2432	-2486
<b>筹资活动现金流</b>	-7252	-9213	-6332	-2476	-2362
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-7252	-9213	-6332	-2476	-2362
<b>现金净增加额</b>	14244	3763	20824	5759	31436

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	50118	57321	66184	75242	85525
营业成本	12802	14812	15666	17250	18946
营业税金及附加	6984	8092	9530	11061	12401
营业费用	4986	5579	8869	10007	11118
管理费用	2655	2610	3144	3612	3849
研发费用	126	131	165	188	214
财务费用	-1431	-1486	-3682	-4262	-5026
资产减值损失	-3	-14	0	0	0
其他收益	160	162	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	93	94	89	94	92
资产处置收益	3	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	24246	27826	32580	37480	44115
营业外收入	30	41	50	50	50
营业外支出	170	189	250	450	400
<b>利润总额</b>	24106	27678	32380	37080	43765
所得税	5878	6765	7914	9063	10697
<b>净利润</b>	18228	20913	24466	28017	33068
少数股东损益	826	959	1117	1281	1511
<b>归母净利润</b>	17402	19955	23349	26736	31557
EBITDA	22699	26144	30588	35006	41187
EPS(元)	4.48	5.14	6.02	6.89	8.13

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.2	14.4	15.5	13.7	13.7
营业利润(%)	29.5	14.8	17.1	15.0	17.7
归属于母公司净利润(%)	30.0	14.7	17.0	14.5	18.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	74.5	74.2	76.3	77.1	77.8
净利率(%)	34.7	34.8	35.3	35.5	36.9
ROE(%)	24.0	23.8	23.9	22.7	22.2
ROIC(%)	22.5	22.5	22.8	21.7	21.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.5	22.9	27.7	18.9	22.0
净负债比率(%)	-82.8	-77.4	-86.9	-76.6	-84.4
流动比率	3.2	4.0	3.3	4.8	4.2
速动比率	2.6	3.4	2.8	4.2	3.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.2	3.4	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.48	5.14	6.02	6.89	8.13
每股经营现金流(最新摊薄)	5.95	3.79	7.59	2.69	9.31
每股净资产(最新摊薄)	19.14	22.08	25.52	30.67	36.89
<b>估值比率</b>					
P/E	38.3	33.4	28.6	24.9	21.1
P/B	9.0	7.8	6.7	5.6	4.7
EV/EBITDA	26.7	23.0	19.0	16.5	13.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn