

2022年03月13日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 五粮液(000858):新管理层集体亮相,积极有效沟通

推荐 (维持)

事件

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

邮箱: sunss@cfsc.com.cn

## 基本数据

2022-03-11

当前股价(元)	171.77
总市值(亿元)	6,667.4
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)	156.8-326.23
日均成交额(百万元)	5,582.2

## 市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 相关研究

《五粮液(000858)事件点评报告:2021年顺利收官,一季度可期》——2022-03-09

《五粮液(000858)事件点评报告:人事调整落地,进入新阶段》——2022-02-20

《五粮液(000858)动态研究报告:1218大会反馈积极,务实向前进》——2021-12-19

2022年03月11日下午,公司线上举行2022年投资者沟通交流会,公司集团(股份)党委书记、董事长曾从钦,股份公司党委副书记、副董事长、总经理蒋文格,副董事长张宇,副总经理罗伟、蒋琳、岳松、刘洋,总工程师赵东,总经济师蒋佳等管理层领导出席会议。

## 投资要点

### ■ 实施三个方针,聚焦十四五目标

2022年公司将按照“补短、强弱、固优”方针,持续补短板、拉长板、升级新动能,打造“生态、品质、文化、数字、阳光”五位一体的持续稳健高质量发展的五粮液。

十四五期间公司深入实施“聚焦主业、聚焦多元、做大平台”的发展战略,集团实现“5111”的发展目标:1)闯进世界500强;2)酒业主业销售收入过千亿;3)多元产业销售收入过千亿;努力打造产品卓越、品牌卓越、创新领先、治理现代的世界一流酒企。

股份公司实现“2118”发展目标:1)原酒产能达到20万吨;2)基酒存储能力达到100万吨;3)销售收入突破1000亿;4)利润总额达到800亿。

### ■ 积极回应市场关注点,公司真诚有效沟通

2022年集团公司目标保持两位数以上稳健增长,股份公司继续保持高于集团的增长速度,将切实维护好当前“稳”的态势、“进”的力度,积极推动淡旺季相对均衡,力争超额完成全年目标任务。

当前市场对公司主要有以下关注点:

#### 1、五粮液提价后如何规划渠道利润空间?

公司主要采取以下三点举措:第一,依托数字化营销体系,精细化完成精准渠道管理与投放,高质量稳定优化传统渠道的投放量。具体动作是进一步减少和控制过去发展过程中问题区域、问题经销商、问题专卖店、问题终端的供货数量,通过精准投放,保证2021年八代高动销基础上,体现传统经销商、专卖店的八代稀缺性。第二,顺应整个消费品市场渠道发展总体趋势,推动新渠道份额提升。春节期间,新零售、电商、连锁超市供货价高于传统渠道50元以上,售价高于传统渠道分别80-100元以上,渠道基本利润体系能实现15%左右,将倒逼传统经销商进行转型,推动渠道

大商向核心终端、连锁品牌化转型，推动小型经销商向直销团购转型。第三，文化产品成为新利润增长点。今年会加大此类文化酒投放，继续保持九龙潭、步步高升、一帆风顺、生肖系列等原有高质量销售文化产品投放，恢复一帆风顺、一马当先等老产品的重新启动，也会创新开拓更多文化酒系列。我们认为公司当前股价低迷重要原因在于公司批价上行有压力，尚未站上千元价格带，引发市场对公司未来业绩担忧，公司积极调节渠道利润空间利于后续批价上行。

## 2、2022年经典五粮液打法？

公司将继续保持经典五粮液出厂价提升，2022年相比去年提价200元至1599元，将统筹产品进度，市场价格波动则收紧货源确保稀缺，市场价格下滑则展开收购工作，充分体现平台商功能。

经典五粮液品牌塑造方面，2022年三大举措：第一，优化经典五粮液经销商及配额制度。坚持在选定200家传统专卖店基础上，不轻易开拓经销商客户；2022年实现分级配额制，目前对现有商家分为三个等级，不同等级每月持有稀缺配额，保证整体呈现稀缺态势。第二，明确经典五粮液核心市场和重点市场。公司打造北上广深蓉五大核心高地城市，以五粮液体验店为项目载体，和具备社会资源的合作伙伴共建新型渠道，和大型企业和商会建设直供渠道，构建在五大核心城市地渠道体系和网络体系。重点打造33个城市围绕以直辖市和省会市为核心，除原有120家传统经销商和专卖店体系外，只围绕企业团购为主导，目标是与公司签订战略合作的企业及下属、中国500强企业及下属企业、在主板上市的企业、全国较有影响力的协会组织、当地城市的龙头企业合作进行直销网络建设。我们认为经典五粮液经过去年一年摸索和尝试，公司总结经验和教训，聚焦资源打造经典五粮液，未来有望进一步放量。

## 3、管理层分工及激励机制？

当前公司董事长管销售，总经理管生产，积极有效理顺股份公司管理体制，分工清晰。公司每周召开营销晨会、生产调度会，实时解决问题，提升快速反应和执行力。公司目前正在推进薪酬改革和股权激励方案，推进中长期激励举措，绑定管理层、核心团队和核心骨干等。我们认为公司当前分工精细化，反应速度和执行力在加快，前期员工持股已实施，后续股权激励和薪酬改革将提升公司更大能量释放。

## 4、2022年量价如何平衡？

2022年公司确立量价齐升策略，实现价值和价格不断回归，终端价格不断上扬，形成良性互动循环。我们认为如果2022年公司量价平衡把握精准，有望在2022年中秋国庆前后站稳千元价格带。

## 5、2022年系列酒策略？

2021年公司坚持三个聚焦战略，做强全国品牌，做大区域性重点品牌，做优总经销品牌；坚持动销和回款双轮驱动，销售收入保持两位数增长，利润创新高，四大全国性战略品牌保持两位数增长。2022年公司将推动样板市场打造，推动销售收入继续保持两位数以上增长，力争建设终端超43万家，其中核心终端超9万家。

**产品规划：**集中打造五粮春（定位300-400元，次高端定位，壮大腰部，名门春788元，聚焦宴席、赠酒消费场景、中高端消费人群）、五粮醇（定位100-300元，聚焦宴席、自饮消费场景、中端消费人群）、特曲（400-600元，聚焦宴席、商务团购和次高端消费人群）、尖庄（百元价位带，培育浓香口感）等四大品牌。**量规划：**坚决改变系列酒无限供应的市场误区，控制产品投放量，向市场传递产品稀缺感。**价规划：**改变成本精准反映供求的误区，逐步提价，推动品牌价值的回归。我们认为公司近几年对系列酒大刀阔斧改革卓有成效，渠道乃至终端对公司系列酒印象乃至利润空间均有目共睹，系列酒四大产品有望在十四五期间持续发力。

### ■ 盈利预测

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。我们认为公司通过举行线上沟通会，新领导班子集体亮相答疑，积极真诚与投资者沟通交流，积极回应市场关切，利于提升市场关注度并消除当前市场担忧。当前公司估值被低估，后续有望加快修复。我们预计2021-2023年EPS分别为6.02/7.13/8.37元，当前股价对应PE分别为29/24/21倍，维持“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
主营业务收入（百万元）	57,321	66,200	76,659	88,034
增长率（%）	14.4%	15.5%	15.8%	14.8%
归母净利润（百万元）	19,955	23,350	27,668	32,504
增长率（%）	14.7%	17.0%	18.5%	17.5%
摊薄每股收益（元）	5.14	6.02	7.13	8.37
ROE（%）	22.7%	23.0%	23.5%	23.7%

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
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>57,321</b>	<b>66,200</b>	<b>76,659</b>	<b>88,034</b>
现金及现金等价物	68,210	93,209	111,644	130,789	营业成本	14,812	16,041	18,151	20,476
应收款	18,646	19,044	19,952	20,501	营业税金及附加	8,092	9,599	11,039	12,501
存货	13,228	14,050	15,194	16,262	销售费用	5,579	6,951	7,896	8,891
其他流动资产	2,272	2,516	2,683	2,817	管理费用	2,610	3,376	3,910	4,402
流动资产合计	102,356	128,818	149,474	170,369	财务费用	-1,486	-2,610	-3,126	-3,662
<b>非流动资产:</b>					研发费用	131	152	176	202
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	6,834	7,869	8,855	9,833
固定资产	5,867	6,364	6,295	6,017	资产减值损失	-14	-4	-3	-2
在建工程	1,480	592	237	95	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	434	412	390	370	投资收益	94	30	32	35
长期股权投资	1,850	2,450	2,950	3,350	<b>营业利润</b>	<b>27,826</b>	<b>32,724</b>	<b>38,649</b>	<b>45,262</b>
其他非流动资产	1,907	1,907	1,907	1,907	加: 营业外收入	41	41	38	35
非流动资产合计	11,537	11,725	11,779	11,738	减: 营业外支出	189	131	120	110
资产总计	113,893	140,543	161,253	182,108	<b>利润总额</b>	<b>27,678</b>	<b>32,634</b>	<b>38,567</b>	<b>45,187</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	6,765	8,159	9,565	11,116
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>20,913</b>	<b>24,476</b>	<b>29,002</b>	<b>34,071</b>
应付账款、票据	4,147	5,269	5,598	5,873	少数股东损益	959	1,126	1,334	1,567
其他流动负债`	21,708	21,708	21,708	21,708	<b>归母净利润</b>	<b>19,955</b>	<b>23,350</b>	<b>27,668</b>	<b>32,504</b>
流动负债合计	25,879	38,794	43,090	44,501					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	256	256	256	256	营业收入增长率	14.4%	15.5%	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%	17.0%	18.5%	17.5%
负债合计	26,135	39,050	43,346	44,757	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	74.2%	75.8%	76.3%	76.7%
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	四项费用/营收	11.9%	11.9%	11.6%	11.2%
股东权益	87,758	101,493	117,906	137,351	净利率	36.5%	37.0%	37.8%	38.7%
负债和所有者权益	113,893	140,543	161,253	182,108	ROE	22.7%	23.0%	23.5%	23.7%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	22.9%	27.8%	26.9%	24.6%
净利润	20913	24476	29002	34071	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	959	1126	1334	1567	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
折旧摊销	463	413	445	439	应收账款周转率	3.1	3.5	3.8	4.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	1.1	1.8	1.9	2.0
营运资金变动	-7637	11452	2076	-340	<b>每股数据 (元/股)</b>				
经营活动现金净流量	14698	37466	32857	35737	EPS	5.14	6.02	7.13	8.37
投资活动现金净流量	-1722	-209	-76	20	P/E	33.4	28.6	24.1	20.5
筹资活动现金净流量	12023	-10741	-12589	-14627	P/S	11.6	10.1	8.7	7.6
现金流量净额	25,000	26,517	20,192	21,130	P/B	7.8	6.8	5.9	5.1

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

**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、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和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。

**何宇航：**山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位。1年食品饮料卖方研究经验，覆盖白酒、调味品等。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

## ■ 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。

## ■ 免责声明

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。