

买入

2022年5月3日

2021年业绩符合预期，长期增长稳中有进

➤ **2021 全年业绩符合预期，2022 年实现平稳开局：**公司全年共计实现总收入、归母净利润分别为 662/234 亿元，同比+15.5%/+17.2%；2022Q1 单季度总收入、归母净利润分别为 275/108 亿元，同比+13.3%/+16.1%，2021FY 及 2022Q1 业绩表现均符合预期，2022 年实现平稳开局。

➤ **品牌结构优化显著，品牌价值不断凸显：**分业务看，五粮液产品实现收入 491 亿元，同比+11.5%，其中量增 3.8%至 29.2 千吨，预计超高端年份系列经典五粮液为主要增量贡献，整体结构拉升带动吨价同比提高约 7.4%；系列酒产品实现收入 126 亿元，同比+50.7%，其中量增 15.3%至 152.6 千吨，期内共计清退总经销品牌 7 个、产品 509 款，并成功推出新品五粮春、尖庄 1911、虎年生肖酒等产品，结构优化推动平均吨价同比提升 30.7%，系列酒产品近年来通过坚持“三性一度”，集中打造五粮春、五粮春、五粮特曲及尖庄四大全国性战略品牌策略的成效显著，在经历前几年深度品牌瘦身梳理后，目前成功已成功再次焕发生机，量价均实现迅猛增长。

➤ **2022 年价增为保底基础，收入保持双位数增长：**公司核心大单品普五于 2021 年底起调整综合出厂价至 969 元，2022 全年价增贡献预计 5.3%，经典五粮液继续加大塑造品牌稀缺性，并提升出厂价至 1599，较上年同期涨价 14.3%，全年价增为业绩奠定了保底基础。近期国内局部地区疫情突起，对消费场景及终端动销造成一定扰动，但考虑到 3-4 月份实属白酒消费淡季，全年维度影响相对有限，因此我们预计今年五粮液产品业务有望维持量价齐升。浓香系列酒的品牌规划已实现阶段性成果，预计未来继续向自营、中高价位、或优势品牌加速集中，后续产品及渠道势能将持续释放，全年收入预计延续双位数高增长。

➤ **经营改革持续改善，长期业绩渐入正循环：**近期管理层全国面上主动停货彰显挺价决心，当下核心大单品批价环比已有小幅度提升，预计未来随着消费市场活跃度加快恢复后，批价有望突破千元以上并实现企稳。长远来看，公司持续将品牌建设作为核心目标，强化消费意见领袖和消费圈层培养，并加大对营销体系的深化改革，长期可持续发展规划清晰，目前经营改革已初见显著成效，预计未来公司品牌价值加速回归将顺理成章。渠道上，随着公司逐步加大全面严控发货、加强市场价格巡查及市场低价货回购等力度，预计未来市场渠道价格管控及渠道利润保障等成效也将逐渐显现，公司品牌价值、终端价格及市场信心有望渐入良性正向循环，实现公司及经销商更长远的协同共赢。因此，我们看好公司后续经营业绩持续改善的能力，预计 2022-2024 年净利润有望分别实现 277/325/374 亿元，复合增速 16.1%。

➤ **目标价 214.33 元，买入评级：**综上所述，我们认为公司长期发展趋势稳中向好，但考虑到今年国际经济形式及国内疫情发展的复杂多变，故下调目标价至 214.33 元，相当于 2022 年盈利预测 30 倍 PE。年初至今由于市场预期持续悲观，公司股价经历大幅调整，我们认为目前估值已过度折价，重申买入评级。

➤ **重要风险：**1) 食品安全；2) 批价上行不达预期；3) 疫情影响超预期。

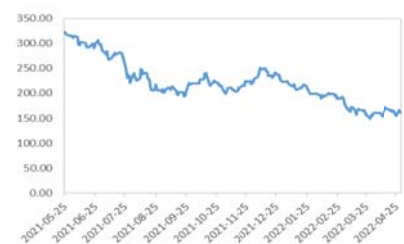
黄海慈
tom.huang@firstshanghai.com.hk
852 2532 1539
主要数据

行业	白酒/食品饮料
股价	162.13 元
目标价	214.33 元 (+32.2%)
股票代码	000858
总股本	38.82 亿股
总市值	6293.25 亿元
52 周高/低	326.23 元/149.11 元
每股净资产	28.31 元
主要股东	宜宾发展控股集团 (34.43%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2020历史	2021历史	2022预测	2023预测	2024预测
收入 (百万元)	57,321	66,209	76,498	87,244	99,273
变动 (%)	14.4%	15.5%	15.5%	14.0%	13.8%
净利润 (百万元)	19,955	23,377	27,732	32,473	37,374
变动 (%)	14.7%	17.2%	18.6%	17.1%	15.1%
每股收益 (元)	5.14	6.02	7.14	8.37	9.63
市盈率@162.13元 (倍)	31.5	26.9	22.7	19.4	16.8
每股派息 (元)	2.6	3.0	3.6	4.2	4.8
股息现价比 (%)	1.6%	1.9%	2.2%	2.6%	3.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

图表 1: 同行估值表

公司名称 (中文)	代码	股价	市值 (百万)	EPS (报表币种)					PE Ratio					EPS CAGR (2022-2024)	PEG
				2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
A股白酒															
五粮液	000858 CH EQUITY	162.13	629,325	5.141	6.023	7.151	8.337	9.800	31.5	26.9	22.7	19.4	16.5	17.1%	1.1
贵州茅台	600519 CH EQUITY	1,828.38	2,296,807	37.170	41.760	49.676	58.186	68.079	49.2	43.8	36.8	31.4	26.9	17.1%	1.8
山西汾酒	600809 CH EQUITY	272.00	31,871	2,536	4,375	6,295	8,199	10,151	107.3	62.2	43.2	33.2	26.8	27.0%	1.2
泸州老窖	000568 CH EQUITY	210.73	310,113	4,100	5,430	6,651	8,227	9,700	51.4	38.8	31.7	25.6	21.7	20.8%	1.2
洋河股份	002304 CH EQUITY	159.06	239,702	4,984	5,014	6,285	7,377	8,088	31.9	31.7	25.3	21.6	19.7	13.4%	1.6
古井贡酒	000596 CH EQUITY	195.51	103,347	3,680	4,450	5,735	7,167	6,640	53.1	43.9	34.1	27.3	29.4	7.6%	3.6
酒鬼酒	000799 CH EQUITY	149.81	48,678	1,513	2,750	4,393	6,004	6,670	99.0	54.5	34.1	25.0	22.5	23.2%	1.1
舍得酒业	600702 CH EQUITY	147.00	48,814	1,783	3,783	5,682	7,722	10,069	82.5	38.9	25.9	19.0	14.6	33.1%	0.6
水井坊	600779 CH EQUITY	70.83	34,591	1,497	2,454	3,017	3,805	4,341	47.3	28.9	23.5	18.6	16.3	20.0%	0.9
今世缘	603369 CH EQUITY	44.88	56,302	1,249	1,618	1,984	2,458	2,997	35.9	27.7	22.6	18.3	15.0	22.9%	0.8
迎驾贡酒	603198 CH EQUITY	57.81	46,248	1,190	1,730	2,225	2,797	3,577	48.6	33.4	26.0	20.7	16.2	26.8%	0.8
口子窖	603589 CH EQUITY	51.23	30,738	2,130	2,880	3,302	3,801	4,455	24.1	17.8	15.5	13.5	11.5	16.2%	0.8
京顺鑫农业股份有限公	000860 CH EQUITY	20.57	15,258	0.566	0.138	0.823	1.137		36.3	149.2	25.0	18.1			
老白干酒	600559 CH EQUITY	21.51	19,301	0.350	0.430				61.5	50.0					
金徽酒	603919 CH EQUITY	29.78	15,106	0.650	0.640	0.948	1.214	1.472	45.8	46.5	31.4	24.5	20.2	24.6%	1.0
伊力特	600197 CH EQUITY	24.60	11,610	0.786	0.665	1.100	1.370		31.3	37.0	22.4	18.0			
金种子酒	600199 CH EQUITY	25.98	17,090	0.110	(0.250)	0.300	0.400		236.2		86.6	65.0			
天佑德酒	002646 CH EQUITY	17.47	8,256	(0.256)	0.138				-68.3	126.6					
*ST 皇台	000995 CH EQUITY	14.27	2,532	0.190	(0.080)				75.1						
简单平均				3.651	4.418	6.598	8.013	11.234	56.8	50.5	31.7	24.9	19.8	20.7%	1.3
A股其他															
海天味业	603288 CH Equity	81.52	377,750	1,385	1,436	1,613	1,899	2,211	58.9	56.8	50.5	42.9	36.9	17.1%	2.5
中炬高新	600872 CH Equity	25.10	19,996	1,117	0.943	0.964	1,154	1,264	22.5	26.6	26.0	21.8	19.9	14.5%	1.5
千禾味业	603027 CH Equity	17.67	14,114	0.259	0.277	0.416	0.534	0.612	68.2	63.8	42.5	33.1	28.9	21.3%	1.6
青岛啤酒	600600 CH EQUITY	86.30	117,744	1,629	2,328	2,424	2,846	3,308	53.0	37.1	35.6	30.3	26.1	16.8%	1.8
重庆啤酒	600132 CH EQUITY	125.45	60,714	2,230	2,410	2,933	3,605	4,358	56.3	52.1	42.8	34.8	28.8	21.9%	1.6
洽洽食品	002557 CH EQUITY	53.13	26,937	1,597	1,839	2,220	2,600	3,063	33.3	28.9	23.9	20.4	17.3	17.5%	1.2
良品铺子	603719 CH Equity	23.78	9,536	0.870	0.700	0.975	1,211	1,514	27.3	34.0	24.4	19.6	15.7	24.6%	0.8
盐津铺子	002847 CH Equity	69.99	9,054	1,940	1,210	2,410	3,213	4,136	36.1	57.8	29.0	21.8	16.9	31.0%	0.7
双汇发展	000895 CH EQUITY	29.75	103,074	1,864	1,404	1,800	1,974	2,159	16.0	21.2	16.5	15.1	13.8	9.5%	1.6
伊利股份	600887 CH EQUITY	38.47	246,213	1,170	1,430	1,699	1,979	2,331	32.9	26.9	22.6	19.4	16.5	17.1%	1.1
简单平均				1.406	1.398	1.745	2.102	2.496	40.4	40.5	31.4	25.9	22.1	19.1%	1.4
H股其他															
百威亚太	1876 HK Equity	19.78	261,954	0.039	0.072	0.084	0.099	0.115	65.6	35.4	30.0	25.5	21.9	17.0%	1.5
华润啤酒	291 HK Equity	46.50	150,854	0.650	1,410	1,271	1,583	1,914	63.6	27.4	30.6	24.6	20.3	22.7%	1.1
青岛啤酒	168 HK Equity	64.45	87,933	1,629	2,328	2,254	2,588	2,964	35.2	23.0	24.1	21.0	18.3	14.7%	1.4
康师傅控股	322 HK Equity	14.38	80,986	0.722	0.676	0.637	0.757	0.872	17.7	17.7	19.1	16.0	13.9	17.0%	0.9
统一企业中国	220 HK Equity	6.93	29,933	0.376	0.347	0.357	0.401	0.458	16.4	16.6	16.4	14.6	12.8	13.3%	1.1
农夫山泉	9633 HK Equity	42.00	472,352	0.480	0.640	0.674	0.816	0.958	77.8	54.4	50.7	41.8	35.7	19.2%	2.2
VITASOY INT'L	345 HK Equity	14.24	15,237	0.504	0.515	(0.012)	0.355	0.523	28.3	27.7		40.1	27.2		
颐海国际	1579 HK Equity	22.35	23,398	0.902	0.782	0.820	0.970	1.103	22.0	23.7	22.3	18.8	16.5	16.0%	1.2
周黑鸭	1458 HK Equity	4.10	9,771	0.065	0.150	0.120	0.210	0.284	55.8	22.7	27.7	15.8	11.7	53.8%	0.3
蒙牛乳业	2319 HK Equity	42.60	168,409	0.897	1,274	1,518	1,813	2,129	42.2	27.7	23.7	19.8	16.9	18.4%	1.1
海底捞	6862 HK Equity	15.66	87,289	0.060	(0.780)	0.256	0.511	0.686	231.9		51.2	25.6	18.5	63.7%	0.4
哔哩哔哩	520 HK Equity	3.49	3,790	0.002	(0.273)	0.102	0.272	0.442	1824.4		28.6	10.8	6.6	108.2%	0.1
九毛九	9922 HK Equity	17.60	25,580	0.090	0.230	0.355	0.571	0.784	173.8	63.5	41.5	25.8	18.8	48.6%	0.5
简单平均				0.494	0.567	0.649	0.842	1.018	204.2	30.9	30.5	23.1	18.4	34.4%	1.0
海外其他															
可口可乐	KO US EQUITY	63.44	275,014	1,800	2,260	2,469	2,660	2,849	35.2	28.1	25.7	23.8	22.3	7.4%	3.2
怪兽饮料公司	MNST US EQUITY	84.75	44,889	2,660	2,610	2,826	3,225	3,646	31.9	32.5	30.0	26.3	23.2	13.6%	1.9
雀巢	NSRGY US EQUITY	128.20	360,883			4,691	5,088	5,499			26.6	24.5	22.6	8.3%	3.0
通用磨坊	GIS US EQUITY	69.48	41,842	3,590	3,810	3,826	3,975	4,159	19.4	18.2	18.2	17.5	16.7	4.3%	4.1
好时公司	HSY US EQUITY	217.53	44,725	6,134	7,150	8,033	8,642	9,225	35.5	30.4	27.1	25.2	23.6	7.2%	3.5
家乐氏	K US EQUITY	67.37	22,916	3,650	4,360	4,054	4,276	4,457	18.5	15.5	16.6	15.8	15.1	4.9%	3.2
尼格拉品牌股份有限公	CAG US EQUITY	34.22	16,421	1,720	2,670	2,345	2,549	2,661	19.9	12.8	14.6	13.4	12.9	6.5%	2.1
简单平均				3.259	3.810	4.035	4.345	4.642	26.7	22.9	22.7	20.9	19.5	7.4%	3.0

资料来源: Bloomberg 预测、第一上海

附录 1：主要财务报表

损益表

财务年度截至12月31日 (人民币:百万元)

	2020	2021	2022	2023	2024
	实际	实际	预测	预测	预测
营业总收入	57,321.1	66,209.1	76,497.9	87,243.8	99,273.3
营业收入	57,321.1	66,209.1	76,497.9	87,243.8	99,273.3
毛利	42,509.1	49,890.3	57,967.6	67,177.4	76,942.4
营业总成本	29,738.6	33,957.7	38,237.8	42,408.7	47,669.0
营业成本	14,812.0	16,318.8	18,530.2	20,066.4	22,331.0
销售费用	5,578.9	6,503.5	7,753.2	8,757.0	9,880.2
管理费用	2,609.5	2,900.0	3,614.8	4,116.7	4,681.8
财务费用	(1,485.5)	(1,731.7)	(2,000.8)	(2,281.9)	(2,596.5)
营业利润	27,826.4	32,552.4	38,686.7	45,295.5	52,128.2
营业外收入	40.7	52.1	60.2	68.7	78.1
营业外支出	188.6	154.1	251.7	287.1	326.7
利润总额	27,678.4	32,450.4	38,495.1	45,077.0	51,879.6
所得税	6,765.1	7,943.0	9,422.5	11,033.6	12,698.7
净利润	20,913.3	24,507.5	29,072.6	34,043.4	39,180.9
归母净利润	19,954.8	23,377.1	27,731.7	32,473.2	37,373.7
增速(%)					
营业收入	14%	16%	16%	14%	14%
营业利润	15%	17%	19%	17%	15%
归母净利润	15%	17%	19%	17%	15%

资产负债表

财务年度截至12月31日 (人民币:百万元)

	2020	2021	2022	2023	2024
	实际	实际	预测	预测	预测
货币资金	68,209.6	82,336.0	114,894.8	134,419.7	158,822.4
应收票据及应收账款	18,609.9	23,923.3	24,571.4	28,023.0	31,887.0
预付款项	247.3	195.7	1,038.1	1,184.0	1,347.2
其他应收款合计	36.2	26.3	36.1	41.2	46.8
存货	13,228.3	14,015.1	15,738.5	17,949.3	20,424.2
固定资产	5,866.9	5,610.1	4,890.4	4,174.8	3,461.0
无形资产	433.6	556.4	670.5	775.8	872.4
商誉	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
资产总额	113,893.1	135,620.8	169,562.3	194,248.9	224,276.3
借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付票据及应付账款	4,146.5	6,275.6	24,428.0	27,859.4	31,700.8
其他应付款合计	2,800.8	3,693.9	15,222.5	17,360.8	19,754.6
负债合计	26,134.9	34,228.9	65,233.1	72,925.2	81,536.1
归属于母公司股东权益合计	85,706.0	99,068.5	102,005.9	119,000.4	140,416.7
少数股东权益	2,052.3	2,323.4	2,323.4	2,323.4	2,323.4
股东权益合计	87,758.2	101,391.9	104,329.2	121,323.7	142,740.1
负债和股东权益合计	113,893.1	135,620.8	169,562.3	194,248.9	224,276.3

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务能力分析

财务年度截至12月31日 (人民币:百万元)

	2020	2021	2022	2023	2024
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率	74%	75%	76%	77%	78%
净利润率	36%	37%	38%	39%	39%
归母净利润率	35%	35%	36%	37%	38%
ROE	26%	26%	28%	30%	30%
ROA	19%	20%	19%	19%	19%
营运表现					
SG&A/收入	15%	14%	15%	15%	15%
实际税率	24%	24%	24%	24%	24%
派息率	50%	50%	50%	50%	50%
存货周转天数	86	75	75	75	75
应收票据及应收账款周转天数	106	117	117	117	117
应付票据及应付账款周转天数	96	117	117	117	117
财务状况					
资产负债率	23%	25%	38%	38%	36%
总资产/股本	130%	134%	163%	160%	157%

现金流量表

财务年度截至12月31日 (人民币:百万元)

	2020	2021	2022	2023	2024
	实际	实际	预测	预测	预测
净利润	20,913.3	24,507.5	29,072.6	34,043.4	39,180.9
固定资产折旧	435.7	427.1	425.3	423.5	421.7
无形资产摊销	27.6	37.7	46.5	55.2	63.9
财务费用	0.1	69.6	0.0	0.0	0.0
存货的减少	444.8	(790.6)	(1,723.4)	(2,210.8)	(2,474.9)
经营性应收项目的减少	(2,121.9)	(5,010.7)	(648.1)	(3,451.6)	(3,863.9)
经营性应付项目的增加	(4,638.3)	7,348.0	18,152.4	3,431.5	3,841.4
经营活动产生的现金流量净额	14,698.3	26,774.9	45,325.2	32,291.1	37,169.1
投资活动现金流入小计	6.4	47.9	47.9	47.9	47.9
投资活动现金流出小计	1,728.5	1,544.8	1,544.8	1,544.8	1,544.8
投资活动产生的现金流量净额	(1,722.0)	(1,496.8)	(1,496.8)	(1,496.8)	(1,496.8)
筹资活动现金流入小计	15.0	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流出小计	9,228.2	11,269.5	11,269.5	11,269.5	11,269.5
筹资活动产生的现金流量净额	(9,213.2)	(11,269.5)	(11,269.5)	(11,269.5)	(11,269.5)
现金及现金等价物净增加额	3,763.0	14,008.2	32,558.9	19,524.8	24,402.8
期初现金及现金等价物余额	63,204.1	66,967.1	80,975.3	113,534.1	133,059.0
期末现金及现金等价物余额	66,967.1	80,975.3	113,534.1	133,059.0	157,461.7

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。