

2022年05月29日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 五粮液(000858): 多措并举进行时, 稳中求进固根基

推荐 (维持)

事件

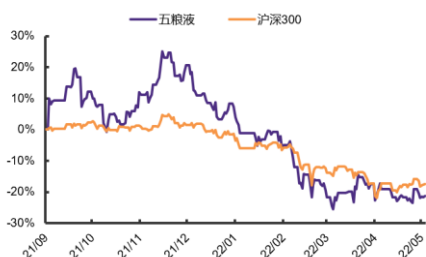
分析师: 孙山山  
执业证书编号: S1050521110005  
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

2022年05月29日晚间, 五粮液在四川省宜宾市进行2021年度股东大会。

## 基本数据 2022-05-27

当前股价(元)	157.95
总市值(亿元)	6,131.0
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)	149.11-326.23
日均成交额(百万元)	5,285.1

## 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: 业绩符合预期, 稳字当头》——2022-04-29

《五粮液(000858)事件点评报告: 新管理层集体亮相, 积极有效沟通》——2022-03-13

《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

## 投资要点

### ■ 中长期目标不变, 二季度有望逐月改善

十四五期间集团实现“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。2022年经营目标: 营业总收入继续保持两位数稳健增长。

疫情对白酒板块造成影响, 公司1-4月全国范围内普五整体稳中有进, 已实现50%以上动销目标, 华东地区亦完成50%动销任务。我们认为随着上海复商复市有序展开, 全国范围内复苏有望加快, 二季度有望逐月改善。

### ■ 产能持续推进固根基, 多措并举继续稳中求进

近几年公司加快推进一批项目建设, 不断补短板、拉长板, 项目陆续投产使用, 其中包括酿酒产能建设(10万吨生态酿酒一期建设、园区酿酒库能改造项目等)、配套产能建设(磨粉粮仓改造项目、储酒库技改项目、智能包装仓储一体化项目等)等。预计整体项目完成后, 公司酿酒产能由10万吨增加到20万吨, 制曲由10万吨增加到20万吨, 储酒能力由40万吨达到100万吨, 磨粉能力由20+万吨到60万吨。产能建设前瞻性布局, 为公司完成十四五目标保驾护航。

第八代五粮液基本目标是小步慢跑, 稳中有涨, 逐步实现批价稳步上涨。公司通过数字化营销手段、15个分仓建设、抢抓消费者弥补、分阶段抢抓宴席消费者培育、持续发力新零售和高端团购消费及组织建设上战区主战, 给一线营销团队充分赋能进行量价平衡把握。系列酒通过优化商家结构、加强样板市场打造、强化终端建设、拓展电商和KA渠道及加强消费者培育, 已实现销售由汇量增长转为结构性增长。经典五粮液目前处于产品导入期, 主要做高端消费者培育(通过一大一小一阵地实现)和品牌影响力拉升工作(通过参与配合有影响力活动及在核心商圈、核心地段、核心媒体做广告实现)。

## 2022年继续稳中求进，未来四大看点

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。进一步拓展北京、上海、广州、深圳、成都、杭州、南京、郑州8个高地市场和14个省会级重点市场。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，2022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

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。当前公司估值被低估，一季报继续稳健增长，后续有望加快修复。我们预计2022-2024年EPS分别为6.97/8.20/9.47元，当前股价对应PE分别为23/19/17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
主营收入（百万元）	66,209	75,640	87,362	99,601
增长率（%）	15.5%	14.2%	15.5%	14.0%
归母净利润（百万元）	23,377	27,045	31,824	36,754
增长率（%）	17.2%	15.7%	17.7%	15.5%
摊薄每股收益（元）	6.02	6.97	8.20	9.47
ROE（%）	23.1%	23.1%	23.4%	23.2%

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	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>					营业收入	66,209	75,640	87,362	99,601
现金及现金等价物	82,336	98,800	115,716	136,697	营业成本	16,319	18,303	20,918	23,693
应收款	23,950	21,760	22,738	23,195	营业税金及附加	9,790	11,119	12,755	14,442
存货	14,015	16,122	17,529	18,806	销售费用	6,504	7,564	8,649	9,761
其他流动资产	1,837	1,891	1,922	1,992	管理费用	2,900	3,404	3,844	4,283
流动资产合计	122,138	138,572	157,905	180,690	财务费用	-1,732	-2,766	-3,240	-3,828
<b>非流动资产:</b>					研发费用	177	203	234	267
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	7,849	8,404	9,487	10,483
固定资产	5,608	6,820	7,000	6,787	资产减值损失	-8	-4	-3	-2
在建工程	2,644	1,057	423	169	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	556	529	501	474	投资收益	97	80	60	50
长期股权投资	1,911	1,961	2,001	2,031	营业利润	32,552	37,898	44,265	51,035
其他非流动资产	2,764	2,764	2,764	2,764	加: 营业外收入	52	41	38	35
非流动资产合计	13,483	13,131	12,689	12,226	减: 营业外支出	154	140	120	110
资产总计	135,621	151,704	170,593	192,915	利润总额	32,450	37,799	44,183	50,960
<b>流动负债:</b>					所得税费用	7,943	9,450	10,825	12,434
短期借款	0	0	0	0	净利润	24,507	28,349	33,358	38,526
应付账款、票据	6,276	6,449	6,458	6,791	少数股东损益	1,130	1,304	1,534	1,772
其他流动负债	27,329	27,329	27,329	27,329	归母净利润	23,377	27,045	31,824	36,754
流动负债合计	33,616	33,790	33,801	34,137					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	613	613	613	613	营业收入增长率	15.5%	14.2%	15.5%	14.0%
非流动负债合计	613	613	613	613	归母净利润增长率	17.2%	15.7%	17.7%	15.5%
负债合计	34,229	34,404	34,415	34,750	盈利能力				
<b>所有者权益</b>					毛利率	75.4%	75.8%	76.1%	76.2%
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	四项费用/营收	11.9%	11.1%	10.9%	10.5%
股东权益	101,392	117,300	136,179	158,165	净利率	37.0%	37.5%	38.2%	38.7%
负债和所有者权益	135,621	151,704	170,593	192,915	ROE	23.1%	23.1%	23.4%	23.2%
					偿债能力				
<b>现金流量表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	资产负债率	25.2%	22.7%	20.2%	18.0%
净利润	24507	28349	33358	38526	营运能力				
少数股东权益	1130	1304	1534	1772	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
折旧摊销	465	402	481	492	应收账款周转率	2.8	3.5	3.8	4.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	1.2	1.8	1.9	2.0
营运资金变动	672	204	-2405	-1469	<b>每股数据 (元/股)</b>				
经营活动现金净流量	26775	30259	32969	39321	EPS	6.02	6.97	8.20	9.47
投资活动现金净流量	-1497	324	415	437	P/E	26.2	22.7	19.3	16.7
筹资活动现金净流量	-8814	-12441	-14480	-16539	P/S	9.3	8.1	7.0	6.2
现金流量净额	16,464	18,142	18,903	23,218	P/B	6.2	5.4	4.7	4.1

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。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。