

# 五粮液 (000858)

## 奋楫扬帆稳驭舟，笃行不怠赴新程

买入 (维持)

2022年08月07日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001  
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

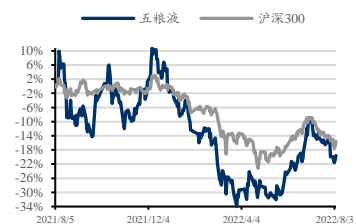
wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	66,209	74,635	87,127	99,505
同比	16%	13%	17%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	23,377	27,203	32,421	37,570
同比	17%	16%	19%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	6.02	7.01	8.35	9.68
P/E (现价&最新股本摊薄)	29.75	25.57	21.45	18.51

### 投资要点

- **高端酒赛道优，五粮液品牌基因强大。**五粮液历史底蕴深厚，拥有强大的品牌基因，伴随 20 世纪 90 年代以来浓香酒消费习惯的培养，公司通过数次扩建大大提升产能、大商制及 OEM 模式，实现快速扩张，成为浓香龙头。在消费升级持续推动下，白酒品牌力认知度持续加强，千元价格带量价齐升，五粮液在千元价格带享有最高的市场份额，有望进一步享受行业带来的 β 红利。
- **治理与发展：蝉联酒王宝座十余载，后续成长步伐不及茅台。**1985 年王春国上任后提出“三步走战略”，提价保质、扩大生产规模，尤其这一时期的 OEM+大商制直接推动公司大踏步发展，成为“一代酒王”。2007 年唐桥董事长上任后积极求变，但由于内部大商制弊端显露，茅台持续追赶，公司憾失龙头地位，但通过在产品、体制、渠道等方面采取一系列措施，顺利渡过行业调整期。
- **治理与二次创业：多维度改革，荣耀回归。**2017 年李曙光接任董事长，开启“二次创业”新征程：**1) 体制改革激发活力：**混改定增引入员工、经销商持股，激发员工积极性，强化渠道推力。**2) 产品战略实现聚焦：**强化核心品牌高端定位，贯彻“1+3”主品牌策略；对系列酒瘦身，贯彻“4+4”系列酒战略，精简条码，优化结构。**3) 渠道数字化构建：**构建三大数据平台，全面导入控盘分利模式，推动了渠道量价恢复正循环，渠道利润逐步改善。**4) 打造品牌价值：**坚守品质基础上，通过持续宣传、打造文化 IP 等方式持续提升品牌价值。
- **治理与改革：改革深化，和美营销，2022 再出发。**2022 年初曾从钦上任，成为五粮液十余年首位兼任集团和股份公司的董事长、党委书记的领导，本届班子经验丰富，在过往基础上持续推进改革和进一步发展：**1) 产品坚持三大双轮定位：**经典五粮液全年不设量的目标，着重拉升品牌价值、培育高端消费者；普五坚持小步慢跑，稳中有涨；非标满足多元化消费需求；五粮春逐步提价实现品牌修复和提升。**2) 渠道掌控力继续增强：**深化渠道精细化改革，持续加强团购渠道的发展，通过数字化加持进一步加强终端掌控力。**3) 品牌价值持续提升：**保证高品质的同时持续对外发声，拉升品牌高度；同时通过一系列围绕“和美文化”的营销组合拳，持续扩大品牌宽度。
- **盈利预测与投资评级：**我们调整 2022-2024 年营收 746.35/871.27/995.05 亿元 (前值为 758.09/867.26/981.74 亿元)，对应增速 13%/17%/14%；归母净利润 272.03/324.21/375.7 亿元 (前值为 272.05/317.88/363.55 亿元)，对应增速为 16%/19%/16%；对应 PE 为 26/21/19 倍。考虑公司自身强大品牌力及清晰明确的发展规划，给予 2023 年 30 倍 PE，对应股价 250.5 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观环境不及预期，产品提价不及预期，疫情反复。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	179.18
一年最低/最高价	149.18/251.00
市净率(倍)	6.33
流通 A 股市值(百万元)	695,486.77
总市值(百万元)	695,506.52

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	28.31
资产负债率(% ,LF)	18.18
总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股(百万股)	3,881.50

### 相关研究

- 《五粮液(000858): 2021 年报 & 2022Q1 点评: 2022Q1 业绩符合预期，稳健成长可期》  
2022-04-29
- 《五粮液(000858): 2021 年业绩快报点评: 双位数圆满收官，估值具备性价比》  
2022-03-10
- 《五粮液(000858): 品牌力不断提升，看好旺季动销》  
2021-09-02

## 内容目录

<b>1. 高端酒赛道优，五粮液品牌基因强</b>	<b>5</b>
1.1. 高端酒：竞争格局稳定，量价齐升式扩容不变	5
1.2. 五粮液品牌：浓香王者，历史底蕴铸就强品牌力	6
<b>2. 治理与发展：蝉联酒王宝座十余载，后续成长步伐不及茅台</b>	<b>7</b>
2.1. 王国春时代：扩产扩销迈大步，成就白酒王者	7
2.2. 唐桥时代：积极调整治理，实现平稳过渡	9
<b>3. 治理与二次创业：多维度改革，荣耀回归</b>	<b>10</b>
3.1. 制度改革：混改终落地，利益深绑定	10
3.2. 产品战略：强化核心品牌高端定位，系列酒瘦身	10
3.3. 渠道整顿：以核心终端建设为基础，扁平化+精细化管理加强掌控力	15
3.4. 品牌建设：高品质筑牢品牌根基，创新营销加强品牌传播	20
<b>4. 治理与改革：改革深化，和美营销，2022年再出发</b>	<b>21</b>
4.1. 新班子同心协力，注入发展新动能	21
4.2. 产能建设再加速，打开长期增长空间	23
4.3. 产品端：进一步优化产品架构，持续拉升品牌高度不变	23
4.4. 渠道端：精细化改革深化，数字化能力增强，多维赋能专卖店的表现	25
4.5. 抓品质之基、铸文化之魂、做和美营销、提品牌价值	27
<b>5. 盈利预测与投资评级</b>	<b>28</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>30</b>

## 图表目录

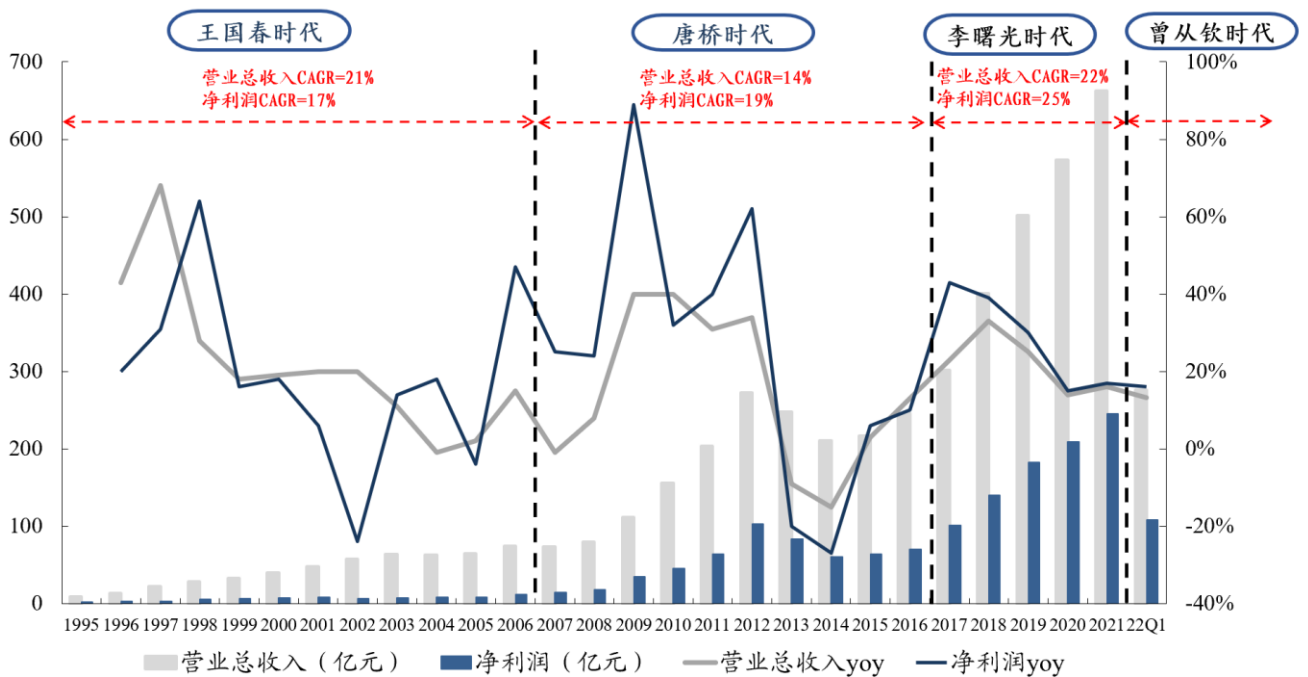
图 1: 五粮液 1995 年至今的收入利润及增速一览.....	5
图 2: 2020 年高端白酒各品牌份额占比 (销售额口径) .....	5
图 3: 2020 年高端白酒各品牌份额占比 (销量口径) .....	5
图 4: 茅五营收及其增速对比 (亿元, %) .....	9
图 5: 茅五归母净利润及其增速对比 (亿元, %) .....	9
图 6: 五粮液升级换代情况.....	11
图 7: 五粮液高价位酒/五粮液产品营收及增速 .....	12
图 8: 五粮液、第七代和收藏联动情况.....	12
图 9: 每年限量发售的 501 五粮液.....	12
图 10: 501 酿造车间图示.....	12
图 11: 公司承办 2017 年中国低度白酒发展高峰论坛 .....	13
图 12: 公司高端个性化产品——五粮液·九龙坛 .....	13
图 13: 五粮液中低价位酒/系列酒营收及增速 .....	14
图 14: 2016-2021 年公司酒类产品吨价情况 .....	14
图 15: 2016-2021 年公司经销商 CR5 .....	15
图 16: 专卖店数量 (家) .....	15
图 17: 2016-2021 年销售人员数量增长情况 .....	16
图 18: 营销中心裂变营销战区.....	16
图 19: 多渠道推动扫码率提升.....	18
图 20: 扫码步骤示意图.....	18
图 21: 第八代五粮液销批价走势.....	18
图 22: 五粮液云店.....	19
图 23: 2017-2020 年直销渠道营业收入及同比增速 .....	19
图 24: 五粮液生态环境.....	20
图 25: 五粮液窖池.....	20
图 26: 五粮液原料配方.....	20
图 27: 五粮液生产工艺流程.....	20
图 28: 五粮液成为博鳌亚洲论坛最高等级合作伙伴.....	21
图 29: 公司打造“传统与传奇: 顶尖博物馆探访计划”.....	21
图 30: 五粮液产品矩阵情况.....	23
图 31: “名门春”产品定位及规划 .....	25
图 32: 五粮春主题公益 TVC《时代·荣光》营销出圈 .....	25
图 33: 四川五粮液新零售管理有限公司揭牌.....	26
图 34: 公司产品抖音平台销售情况.....	26
图 35: 2022 年首届五粮液和美文化节.....	27
图 36: 2022 年 5 月 1 日至 5 月 29 日五粮液百度指数.....	27
图 37: 2022 年五粮液主要营销事件梳理.....	27
表 1: 高端酒市场构成及营业收入的测算 (单位: 亿元) .....	6
表 2: 浓香型白酒在历次评酒会评选中占据过半席位.....	7
表 3: 1985-2002 五粮液三轮扩产情况 .....	8
表 4: 五粮液混改历程.....	10
表 5: 五粮液系列酒清理历程.....	13

表 6: 五粮液扩产情况一览.....	14
表 7: 截至 2020 年部分白酒品牌加码商超直供情况.....	19
表 8: 五粮液集团、股份有限公司历任董事长、党委书记.....	22
表 9: 五粮液股份有限公司现任管理层情况.....	22
表 10: 公司产能规划情况.....	23
表 11: 公司经典五粮液规划情况对比.....	24
表 12: 2022 年至今公司领导层一线调研情况.....	25
表 13: 五粮液品牌价值变化情况.....	28
表 14: 公司盈利预测.....	29
表 15: 可比公司估值表.....	30

## 1. 高端酒赛道优，五粮液品牌基因强

五粮液起于盛唐，得名于晚清，前身是8家作坊组建而成的宜宾市大曲酒酿造工业联营社，1952年成为国营酒厂，1998年改制为宜宾五粮液集团有限公司，同年在深交所成功上市。公司在20世纪90年代率先提价、扩产，采用OEM的模式快速实现全国化，成为酒业大王；同时，也因为集团内部关联交易、税收政策改变、多元化的战略、买断贴牌策略等影响，公司的收入、业绩呈现较大的波动性，逐步被茅台超越。从2017年开始，公司启动二次创业，通过战略创新、品牌创新、营销创新，实现追赶型、跨越式发展，力争重新回归品牌、市场和市值的龙头地位。

图1：五粮液 1995 年至今的收入利润及增速一览



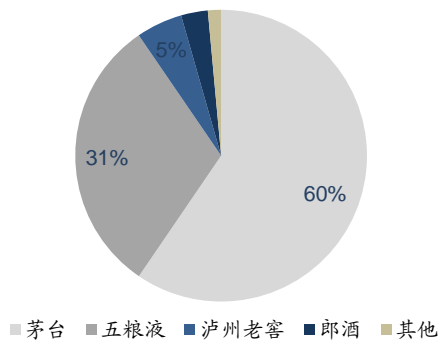
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 1.1. 高端酒：竞争格局稳定，量价齐升式扩容不变

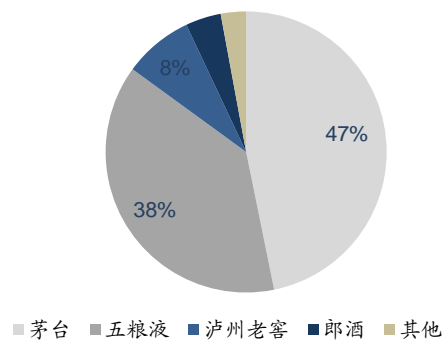
品牌力打造核心护城河，高端酒竞争格局稳固。在消费升级推动和酒企的品牌强化背景下，消费者对于白酒的品牌力认知度持续加强，茅台站稳2000元以上的超高端价格带，优势还在不断强化；千元价位段五、泸、郎是主要寡头竞争者，长期稳健经营可期。我们认为未来高端白酒寡头垄断的竞争格局难以有大的变化，强者恒强。

图2：2020年高端白酒各品牌份额占比（销售额口径）

图3：2020年高端白酒各品牌份额占比（销量口径）



数据来源: wind、公司公告、东吴证券研究所



数据来源: wind、公司公告、东吴证券研究所

**消费升级驱动，高端酒量价齐升。**在消费升级的推动下，目前高端价格带正处于量价齐升的扩容阶段，由于高端酒场景更多集中在礼赠等，即使是在疫情影响的 2020 年，高端销售受影响较小，高端价格带的规模持续提升。根据公司公告、前瞻研究院和微酒相关数据及我们测算显示，2020 年白酒高端价格带的市场规模为 1425 亿元，占白酒行业总收入的 24%，2016-2020 年高端酒市场规模 CAGR=26%，远超过行业规模的年均复合增速 (CAGR=-1.2%)；其中我们预计高端价格带 2016-2020 年的销量 CAGR=15%、吨价 CAGR=9%，呈现量价齐升的特点。

表1: 高端酒市场构成及营业收入的测算 (单位: 亿元)

酒企	代表高端产品	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
茅台	飞天	170	240	291	306	315	367	524	655	758	848
五粮液	普五	140	202	178	138	147	165	203	291	387	441
泸州老窖	1573	80	76	29	9	15	28	38	45	60	73
郎酒	青花郎							7	19	32	42
其他	内参/梦9等			--	--	--	4	6	11	14	21
高端酒收入规模 (亿元)		390	574	498	453	477	568	779	1022	1251	1425
yoy			47%	-13%	-9%	5%	19%	37%	31%	22%	14%
白酒市场总营收(亿元)		3747	4466	5018	5259	5559	6126	5654	5364	5618	5836
行业 yoy			19%	12%	5%	6%	10%	-8%	-5%	5%	4%
高端酒收入占行业比重		10%	13%	10%	9%	9%	9%	14%	19%	22%	24%

数据来源: 公司公告、wind、前瞻研究院、微酒、东吴证券研究所 (备注: 棕色为预计值)

**千元价格带持续扩容，五粮液有望继续坐享行业β红利。**随着居民消费力的持续提升，以及疫情后消费者“少饮酒、喝好酒”观念更进一步，叠加 2020-2021 年酱酒的热潮起，不同品类也陆续参与千元价格带，千元价格带景气度较高，在 2021 年实现汇量式快速增长，增速比超高端更快，在行业整体扩容期，叠加经济形势的好转，五粮液在千元价格带享有最高的市场份额，后续有望进一步享受行业带来的β红利。

## 1.2. 五粮液品牌: 浓香王者, 历史底蕴铸就强品牌力

在 1963 年第二届全评酒会，评选规则为按酒的色香味分别打分，使得香气浓者占优，相对外放香气较弱的清香、酱香型白酒得分不高，从中评出的八大名酒中前四甲均为浓香型，并未真正反映不同风格白酒的特点；因此为了统一打分标准，1979 年第三届全国评酒会专门确定了白酒香型的风格特点，确定了四大香型：酱香型、浓香型、清香型和米香型。自此，香型不再是酒厂自身的描述或消费者个人体验和评价，而成为白酒行业的标准。经过几十年的发展，香型从 20 世纪 80 年代之前的清香为王，到 20 世纪 90 年代至今持续的浓香为王。

**浓香企业全国化扩张，成为第一大香型，五粮液快速扩张成为龙头。**改革开放后，食品供给不足、粮食匮乏等制约因素逐渐消失。因浓香型白酒具有的浓厚的口感、泸州老窖在窖泥培养等酿造技术的逐步推广以及前五次评酒会的出色表现，浓香酒消费习惯被逐渐培养起来。1984 年整个白酒年产量达到 350 万吨，浓香独占 55%，且拥品牌知名度较广。同时，随着市场化改革进程的加速，各地逐步放开名酒价格，五粮液、泸州老窖、古井、洋河等川苏鲁豫皖浓香白酒主产区企业开启全国化扩张，在浓香白酒的优势地位马太效应下，西北地区清香企业和西南地区的酱香企业也纷纷转型浓香，浓香产量逐步提升到 70%，成为全国第一大香型。其中五粮液通过数次扩建大大提升产能，同时渠道方面率先实行大商制和 OEM 模式，实现快速扩张，成为浓香龙头。

表2: 浓香型白酒在历次评酒会评选中占据过半席位

届数	时间	地点	代表名酒	浓香数量
第一届	1952	北京	四大名酒：贵州茅台、山西汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲	1/4
第二届	1963	北京	老八大名酒：贵州茅台、山西汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲、五粮液、古井贡酒、全兴大曲酒、董酒	4/8
第三届	1979	大连	八大名酒：贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖特曲、五粮液、洋河大曲、古井贡酒、剑南春、董酒	5/8
第四届	1984	太原	十三种名酒：贵州茅台、山西汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、双沟大曲、全兴大曲、黄鹤楼酒、郎酒 十七大名酒：贵州茅台、山西汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒	7/13
第五届	1989	合肥	十七大名酒：贵州茅台、山西汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒	9/17

数据来源：中国产业信息网、东吴证券研究所

## 2. 治理与发展：蝉联酒王宝座十余载，后续成长步伐不及茅台

### 2.1. 王国春时代：扩产扩销迈大步，成就白酒王者

1985 年，王春国出任五粮液酒厂厂长，提出了由质量效益型道路到质量规模效益型道路再到质量规模效益及多元化发展道路的三步走战略，主要体现要点如下：

- **提价保质，组建科学管理体系：**随着人民生活水平的逐步提升，消费者对于酒的要求也逐渐提高；1988 年在物价闯关和国家开放名酒定价权的背景下，五粮液抢占先机大幅提价，一举超越汾酒、泸州老窖等竞品成为当时中国第一高端白酒品牌；1994 年也以后多次提价。在提价的同时，王国春厂长提出走质量效益型道路

的决策，要让高质量的产品去满足市场对好酒的需求，通过在酒厂组建科学的运转机制，制定全面的质量管理体系、奖惩责任体系、上升等级考核体系等，给予工人生产积极性，保障品质的基础上要不断提升酒质。

**扩大生产规模，提升优酒率：**五粮液厂分别于 1986 年、1992-1994 年和 1998-2002 年进行了三轮扩产，年产量从 1985 年之前的 4000 吨快速增至 2001 年的 20 万吨，又攀升至 2003 年以后的 40 余万吨，独占最大白酒生产企业的地位。同时公司不断提升优酒率，逐步达成从质量效益到质量规模效益的路径发展。

**表3：1985-2002 五粮液三轮扩产情况**

项目	开工时间	完工时间	新增产能
江北主厂区新建车间	1986	/	达到 1 万吨
酒圣山下酿酒车间 8 项建设	1992	1994	新增产能 8 万吨
陈化车间技改工程	1998	1999	新增陈化处理一类酒能力 1 万吨
年产 1 万吨系列酒技改车间	1998	1999	新增系列酒产能 1 万吨
年产 0.25 万吨系列酒技改车间	1998	2000	新增系列酒产能 0.25 万吨
年产 0.6 万吨系列低度酒技改工程	1998	2000	新增低度酒产能 0.6 万吨
青梅、猕猴桃、苹果果酒技改工程	1999	2002	新增青梅、猕猴桃、苹果果酒产能各 0.1 万吨
年产 0.1 万吨苹果果酒	2000	2002	新增广柑果酒产能 0.1 万吨
5 个酿酒生产车间资产置换	2002	2002	新增系列基础酒产能 4.22 万吨
年产 5 万吨制酒技改工程	2002	2002	新增系列酒产能 5 万吨
陈酿酒库技改工程	2002	2003	形成储存原酒能力 5.3 万吨
系列酒及制曲技改项目	2002	2003	新增系列酒产能 0.6 万吨、制曲产能 2 万吨
原酒生产线改造	2002	2003	新增原酒产能 3 万吨
6 万吨酿酒项目配套设施改造工程	2002	2003	新增系列基础酒产能 6 万吨
年产 3 万吨系列酒技改项目	2002	2003	新增系列酒产能 3 万吨

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

- **OEM+大商制推动放量：**90 年代以前集团只有五粮液和尖庄两个品牌，90 年代中期时任五粮液厂长的王国春提出了“品牌总经销”的新型工商关系模式（即 OEM，由生产厂家和商家根据市场具体情况，联合开发新产品，然后由经销商独家销售）；同时，在当时渠道受限的情况下公司采取大商制进行渠道扩张，充分将厂家的品牌、资源、技术与规模优势与商家熟悉当地市场的直销网络和销售渠道有机结合，公司销量、销额均实现大踏步的发展。
- **产业多元化：**集团从 90 年代开始尝试产业多元化战略发展，先后依次投资印刷产业、模具产业、制药产业、威士忌等其它酒精产业、塑胶产业、涉足汽车产业、芯片产业等，在酒业产销两旺的背景下，王国春董事长对于将多余的资产投入多

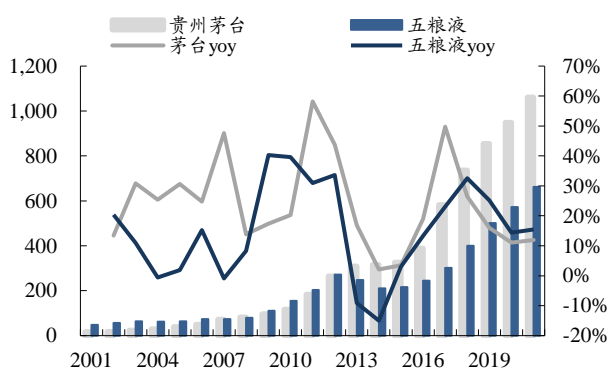
产业循环的决心坚定。

不可否认，在王国春时代，五粮液通过快速迈大步成为了一代白酒的王者，但随着企业规模增长，三步走经营模式下的弊病也逐步显露。1) 就多元化投资来说，产业多元化尝试屡战屡败，外界非议较大。从 1998 年到 2008 年公司用于多元化投资的费用约 77.35 亿元而这些对外投资项目至今给公司贡献的利润仅只有几亿元。2) 就 OEM 模式来说，巅峰时期五粮液旗下品牌数不胜数，产品规格上万种，像金六福、浏阳河、五粮春等有较大影响力的总经销产品可以以很低的价格向公司购买基酒，其它名字外观和五粮液雷同的低端开发酒在慢慢稀释五粮液主品牌效应。2002 年公司提出“原则上不再开发新品牌”，2007 年五粮液已形成 70 余个品牌,千余种规格的系列酒产品矩阵，公司的目标是在 70 余个品牌中打造出 18 个重点品牌来承载 45 万吨左右的销售规模，依然采取以众多品牌取胜的策略。

## 2.2. 唐桥时代：积极调整治理，实现平稳过渡

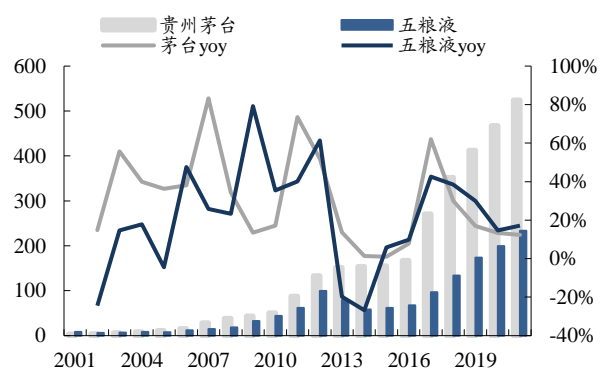
2007 年 3 月唐桥被任命为董事长，在被任命前的半年里唐桥的身份是中共宜宾市委常委、市人民政府副市长、党组成员。具备政府深厚工作经验的董事长传递出五粮液积极求变的信号，但是由于五粮液在 90 年代和 21 世纪初期利用产能和品牌形象扩大规模，销售资源向大商倾斜较多且大商拿货成本低，在市场前景不明朗时往往形成价格倒挂的局面，影响经销商的信心和五粮液的品牌力；另一方面茅台则一直大单品树立高端形象，做好圈层营销，依靠消费带动（年份酒推广、个性化定制）和终端消费推动（专卖店、精品酒柜、精品酒店）策略实现了对核心消费者培育，深抓核心政务消费人群。2012 年茅台在营收、销量、市值、品牌知名度方面超过五粮液，成为白酒行业巨头。

图4：茅五营收及其增速对比（亿元，%）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图5：茅五归母净利润及其增速对比（亿元，%）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**积极调整公司治理，实现平稳过渡。** 1) 产品端：在 2013-2014 年高端需求下降的背景下，五粮液转变为重点打造“1+5+N”战略，“1”是普五、“5”是五粮醇、五粮春、绵柔尖庄、头/特曲、六和液，“N”是区域市场的区域品牌，加大全价位产品线布局；2) 体制端：组建销售公司集团与上市公司资产的关联交易问题，同时对内加快推

动薪酬体制改革进度，充分调动营销部门的积极性；3）渠道端：建成七大营销中心和银行合作协助解决经销商资金周转问题。依靠积极的调整，公司渡过白酒行业深度调整期，从2015年起呈现逐步复苏势头。

### 3. 治理与二次创业：多维度改革，荣耀回归

2017年3月李曙光上任五粮液集团董事长，在上任之前其身份是四川经信委副主任，在经济条线上工作经验丰富。曙光董事长上任以后，提出“十三五”打造千亿集团的目标，其中酒业的贡献度将达到60%，要打造两个百亿平台的目标，在2017年6月五粮液运营商的代表工作会上，也首次提出开启“二次创业”的新征程。所谓“二次创业”，是对企业战略布局、增长方式的变革重构，通过结构性布局调整，激发五粮液的更大潜力和价值。

#### 3.1. 制度改革：混改终落地，利益深绑定

**混改定增引入员工、经销商持股，利益深度绑定。**2015年公司开启混改之路，2018年4月公司公告，以每股21.64元的价格非公开的方式发行8564万新增股份，募集资金净额为18.15亿元，用于信息化建设、营销中心建设、服务型电商平台建设三个项目，而且公司通过混改成功将企业员工和公司的重要经销商纳入到公司股权结构中。混改成功落地一方面有助于激发员工工作的积极性，提升企业的凝聚力，同时有利于深度绑定与核心经销商的利益，强化渠道优势。

表4：五粮液混改历程

时间	事件
2015.07	开始停牌，筹划重大事项
2015.10	发布《非公开发行股票预案》，非公开发行数量不超过10000万股，发行价格23.34元/股，募集资金总额不超过23.34亿元。
2016.05	四川省国资委批复“原则上同意本次公司非公开发行股票方案”
2016.12	发布增发预案修订稿，非公开发行不超过8225万股人民币普通股，发行价格22.54元/股，募集资金总额不超过18.5亿元
2017.05	证监会审核通过方案
2017.11	预计无法在发行有效期内完成发行工作，证监会重新核发通过批文
2018.04	发布公告以非公开发行方式发行约8564万股人民币普通股，发行对象涉及国泰君安资管计划、君享五粮液1号等不超过10名投资者，募集资金净额为18.15亿元

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

#### 3.2. 产品战略：强化核心品牌高端定位，系列酒瘦身

##### 1、五粮液产品：贯彻“1+3”主品牌策略，打造核心产品

在产品体系建设上，2020年主品牌采取“1+3”的产品策略。其中“1”为核心大单品第八代经典五粮液，“3”分别指超高端五粮液——501五粮液（明池、清池）、80

版经典五粮液和39度经典五粮液；2021年进一步强化主品牌“1+3”体系，构建以501五粮液为代表的明代窖池酒系列为价值标杆，以第八代五粮液为代表的代系五粮液为核心大单品，以经典五粮液为代表的年份酒系列为战略性高端大单品，以及国际时尚·五粮液为代表的低度系列和个性化定制酒、文化酒。

①**第八代五粮液成功迭代，进一步靠近千元价格带。**2019年6月公司正式上市第八代五粮液，对品质、包装、防伪进行了三重升级；在品质上,更加凸显五粮液“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、各味谐调、恰到好处”，坚持至臻品质，也更适应新时代消费者的口感需求。此外在包装上精益求精，拥有瓶盖、盒、箱多码关联构成的智能码管理系统，实现产品生产、物流、仓储、销售各个环节的全过程可溯源。第八代五粮液出厂价为889元/瓶，与第七代出厂价相比提升了约100元，顺利提价，批价提升到900元以上。

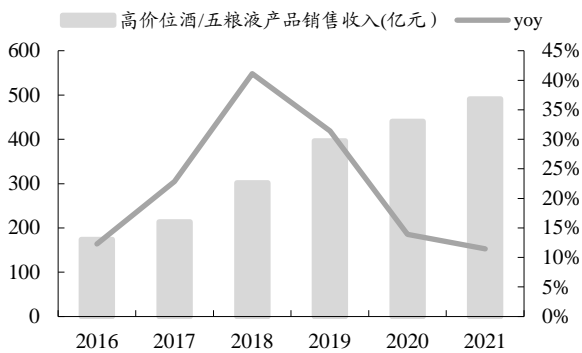
**第八代五粮液上市后成功推广，得益于横向清理品牌和消化七代库存。**据酒业家统计，新领导班子2017年履职以来，五粮液已经清理了包括PTVIP、VVV在内的数十个系列酒总经销品牌数百个条码，在“瘦身”的同时为五粮液“减负”，全面提升经典五粮液辨识度。同时，过去第七代经典五粮液在低库存、产品下线、停产等稀缺性推动价格提升，向上再限量发售七代经典五粮液收藏版，终端建议供货价999元/瓶，终端建议零售价1699元/瓶，实现产品价格的自然提升及收藏价值的日益凸显，给予八代五粮液空间。2019-2021年，以第八代五粮液为代表的高档酒营业收入从396.71亿元提升至491.12亿元，CAGR为11.27%。

图6：五粮液升级换代情况



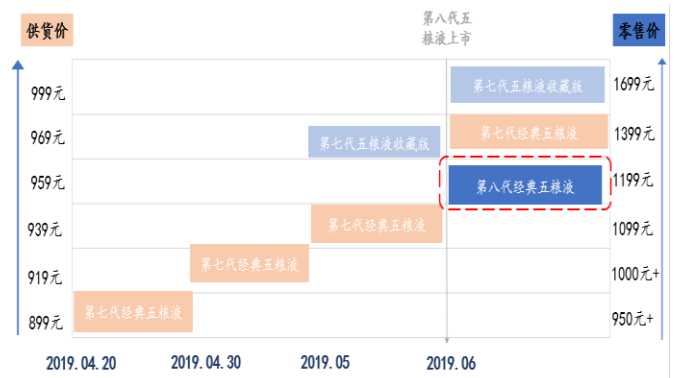
数据来源：酒业家，东吴证券研究所

图7：五粮液高价位酒/五粮液产品营收及增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所（注：20年以前为高价位酒收入，20年及之后为五粮液产品收入）

图8：五粮液、第七代和收藏联动情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

②推出超高端的 501 新产品，拉升价格和市场空间。依托全国数量最多、规模最大、持续使用时间最长的明清古窖池群优势，2019 年 3 月公司正式发布“501 五粮液·明池酿造”和“501 五粮液·清池酿造”两款战略性超高端产品，终端零售价定位 5000 元+，对标茅台年份酒。501 五粮液一方面承载了公司拉升品质和品牌的高端战略，同时也丰富了超高端白酒市场品类的选择，刺激了超高端白酒的收藏需求。

图9：每年限量发售的 501 五粮液

图10：501 酿造车间图示



数据来源：51 酒水网、东吴证券研究所



数据来源：酒业家、东吴证券研究所

③推出战略性高端大单品“经典五粮液”，进一步丰富高端白酒品类。2020 年 9 月公司发布经典五粮液，采用传统陶坛储存 10 年以上的基酒，零售价定为 2899 元/瓶，对标茅台，助推浓香白酒品类在超高端价格带突围。从时间线来看，经典五粮液上市时间正好切中中秋国庆双节旺季，迎合了消费者对高品质白酒的刚性需求。公司相继在上海、成都、广州举行新品发布，并与故宫文化 IP 结合，增加其曝光率；围绕重点市场优先布局，紧锁高端消费等方面持续推进经典五粮液的宣传和消费者培育等基础工作。经典五粮液的推出进一步提升了五粮液的品牌价值和行业竞争地位。

④39 度经典五粮液锁定低度酒先发优势，国际时尚·五粮液等个性化产品充分展示中国白酒国际化。公司作为最早开发低度白酒的企业之一，具有领先的技术优势。2017 年以后低度酒动作频频：接棒举办暂停十年的中国低度白酒发展高峰论坛，领航中国白酒顺应低度化趋势；从百城千县万店到精准营销，加强终端资源对 39 度白酒的倾斜，抓住崛起的新生代消费者的主流选择，进一步占据市场空间。个性化产品方面，比如 2021《财富》世界 500 强峰会国际时尚·五粮液、五粮液·九龙坛、五粮液·缘定晶生等产品集体亮相，向世界展现中国极致美酒的谐调口感、优异品质、独特魅力。

图11: 公司承办 2017 年中国低度白酒发展高峰论坛



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图12: 公司高端个性化产品——五粮液·九龙坛



数据来源：酒业家、东吴证券研究所

**2、系列酒产品：精简条码，优化结构，贯彻“4+4”系列酒战略**

1996 年公司独创性推出的 OEM 授权贴牌模式，系列酒多品牌全国开花，为营收增长注入新动力。但同时过多的子品牌逐渐导致主品牌价值的稀释，系列酒大而不强等核心问题桎梏长期成长。

二次创业征程中，系列酒大刀阔斧地“瘦身”，清理淘汰同质化产品，优化产品结构。在 2016 年淘汰了 30 多个系列酒品牌的基础上；2018 年进一步清理了 189 个品牌、2269 个产品；2019 年 4 月公司正式颁布《五粮液”品牌产品开发及清退管理标准》、《五粮液集团系列酒品牌和产品开发及清退管理标准》等相关文件，责成各营销单位对照相关管理制度，按照“三性一度”要求，全面梳理现有品牌及产品结构，在依法合规和与经销商平等协商的基础上，分类分步推进整改和清退工作，五粮液一年继续清理了约 100 个系列酒品牌，截至 2021 年 4 月，五粮液系列酒已缩减至 38 个品牌、360 个产品。一系列瘦身措施有利于进一步凸显核心品牌形象，增强品牌辨识度。

表5: 五粮液系列酒清理历程

时间	清理情况
2016.06	6 月 1 日正式施行《系列酒品牌风险管理制度》文件，淘汰 30 多个系列酒品牌。
2017.06	6 月份下发总经销品牌经销商准入与清退标准，对 18 个未与公司签年度协议或未完成相关考核指标的系列酒品牌进行集中清退。
2019.04	4 月 4 日宜宾五粮液股份有限公司、五粮液品牌管理事务部向运营商、专卖店下发《关于清理下架和停止销售“VVV”“东方娇子”等系列酒品牌的通知》，清理“VVV”、“五粮 PTVIP”、“东方娇子”、“壹玖壹 1918” 4 个品牌，共 22 款产品。

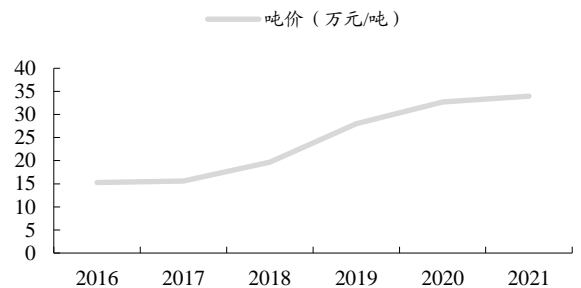
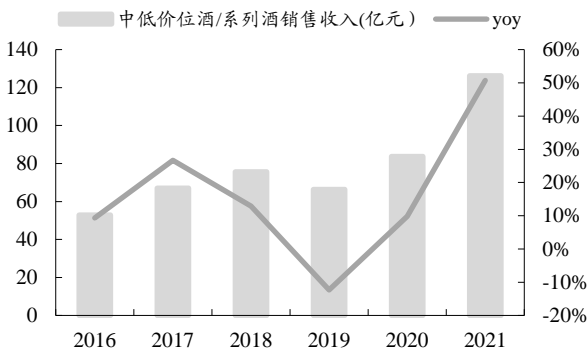
2019.04	4月8日宜宾五粮液系列酒品牌有限公司销售部下发《关于宜宾系列酒品牌营销有限公司同质化产品下架的重要通知》，清理包括五粮陈、五粮国宾、五粮迎宾酒等73个产品。
2019.04	4月9日五粮液品牌管理事务部下发《关于清理下架和停止“五星级”“富贵吉祥”等25个品牌46个规格产品销售的通知》，下架包括“五星级”、“五粮精酿”“富贵吉祥”等在内共计46款产品。
2019.04	4月9日五粮液品牌管理事业部下发《关于清理下架和停止同质化产品销售的通知》整顿“高仿”产品，清理了25个产品的46个规格。

数据来源：酒说、酒业家、糖酒快讯、东吴证券研究所

**系列酒确立“4+4”产品策略，集中优势进行打造。**重点发展五粮春、五粮醇、五粮头特曲、尖庄4个全国性大单品，以及五粮人家、百家宴、友酒、火爆4个区域性单品。为了集中优势资源发展系列酒，公司将原三家系列酒营销公司整合为一，统筹管理集团公司系列酒品牌，整合后的系列酒公司着重打造系列酒“大单品”，应对白酒市场结构和消费者结构调整预先布局。产品结构持续优化下，2021年系列酒收入跨越100亿元台阶，同比增速高达50.71%。

图13: 五粮液中低价位酒/系列酒营收及增速

图14: 2016-2021年公司酒类产品吨价情况



数据来源：wind、东吴证券研究所（注：20年以前为中低价位酒收入，20年及之后为系列酒产品收入）

数据来源：酒业家、东吴证券研究所

### 3、产能建设：加大优质产能建设，夯实增长根基

**加快优质产能建设，为公司长期业绩增长提供保障。**2017年，公司启动了“10万吨酿酒生产技改项目一期工程”及“30万吨陶坛陈酿酒库一期工程项目”，该项目完工期限为2020年底，项目投产后总产能可以达到30万吨，按照15%的优质酒出酒率计算，高端酒产能约在4.5万吨左右。2020年4月，公司新增“成品酒包装及智能仓储配送一体化”及“勾储酒库技改工程”两个扩产能项目，旨在新增存储能力和提高基酒品质。2020年7月，公司董事会审议通过了《关于启动公司12万吨生态酿酒项目（一期）的议案》，总投资估算为12.68亿元，按照15%的优质酒出酒率计算，12万吨基酒中高端酒产能约为1.8万吨。随着公司提产能、品质项目逐渐落地，增长“根基”进一步夯实。

表6: 五粮液扩产情况一览

时间	项目名称	项目建成效果
----	------	--------

2017	10万吨酿酒生产技改项目一期工程 & 30万吨陶坛陈酿酒库一期工程项目	投产后可以达到30万吨产能，按照15%的优质酒出酒率计算，高端酒产能约在4.5万吨左右
2020.04	成品酒包装及智能仓储配送一体化 & 勾储酒库技改工程	建新增存储能力 & 提高基酒品质
2020.07	12万吨生态酿酒项目（一期）	新增中高端酒产能约为1.8万吨，未来总体产能将突破40万吨。
2020.10	12万吨生态酿酒项目（二期）配套设施工程 & 517车间技改项目。	新建酿酒车间及配套建筑、对老旧建筑进行风貌改造等
2021.12	523车间扩能改造项目	新建窖池及相关配套设施等
2022.1	制曲车间扩能改造项目	对制曲车间进行扩能改造，包括制曲车间及相关配套设施

数据来源：Wind、东吴证券研究所

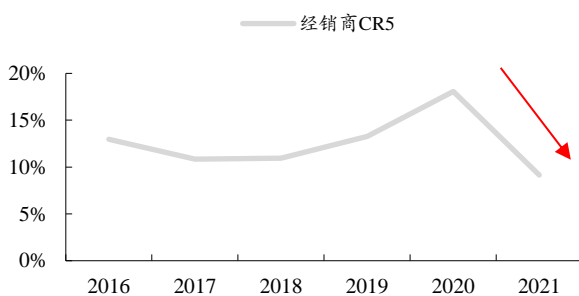
### 3.3. 渠道整顿：以核心终端建设为基础，扁平化+精细化管理加强掌控力

二次创业以来，从精细化和扁平化两个维度入手，进一步增强渠道管控力。

#### 1、渠道扁平化：营销战区裂变，持续开发小商，实施“百城千县万店”工程

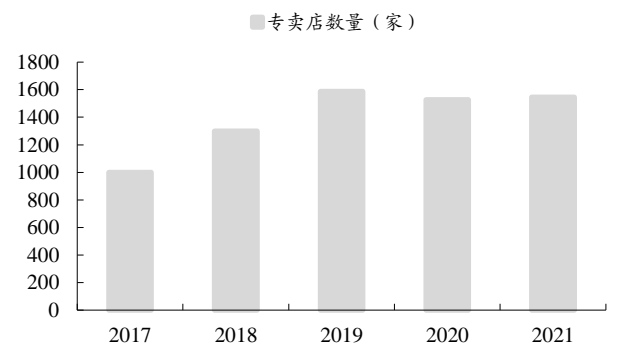
2017年以来，在渠道结构方面，公司持续推进两大方面的举措：①引入小商，一定程度上减弱对大经销商的依赖。五粮液开启新一轮的招商，主要针对计划量不到10吨的小经销商，在此背景下，公司经销商CR5呈现下滑趋势，2021年约为9%。②开发专卖店，覆盖空白市场。2017年6月2日，五粮液运营商会代表大会上正式提出“百城千县万店”工程，宣告“新营销创新时代”的来临，正式由传统营销向终端营销、精准营销转型。在“百城千县万店”工程推进下，公司将销售网络下沉至县，通过开发专卖店布局空白网点。自2017年实施以来，专卖店数量有所增长，截至2021年底专卖店数量为1545家，门店销售终端占比超过10%，通过终端的打造，真正使得消费者可观、可感，进而形成强烈的品牌认同感。

图15：2016-2021年公司经销商CR5



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图16：专卖店数量（家）

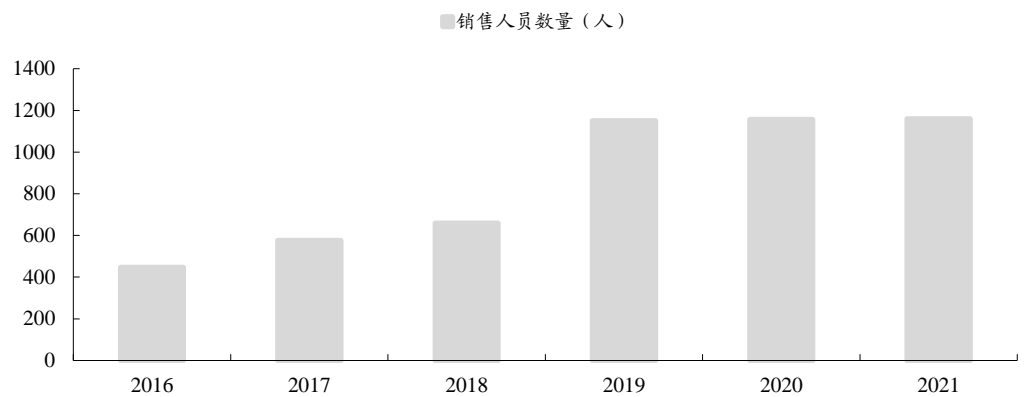


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**裂变营销战区，全国招兵买马。**2019年初，公司改革片区中心制为营销战区制，以省划分基础，将原7大区域营销中心裂变为21个营销战区，下设60个营销基地，构

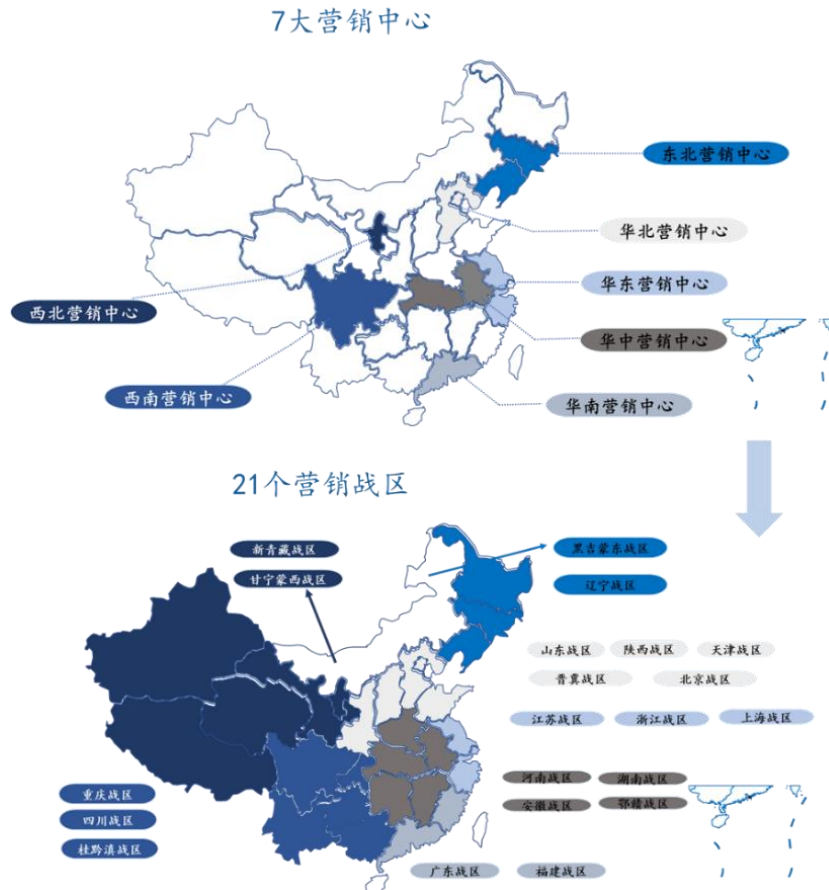
建“总部管总，战区管战”的深耕区域市场、快速响应市场的模式，由此将公司营销职能从大片区层面前移至省级层面，更加贴近渠道和市场。此外，针对公司早期相关营销政策落地难的情况，公司加大销售队伍建设，匹配营销组织的变革、增加营销执行队伍的战斗力。2019年4月公司下发《关于公开招聘全国市场营销业务人员的公告》，在全国范围内招聘营销战区渠道管理经理、营销战区营销企划经理、营销基地总经理等六大职位共100名市场管理人员，将全面落地春节后实施的营销组织机构变革，为快速开发市场作准备。仅从2017-2019年公司专业销售人员数量从576人增长至1150人，近几年维持千人团队，有利于提升市场服务和管理能力。

图17：2016-2021年销售人员数量增长情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图18：营销中心裂变营销战区



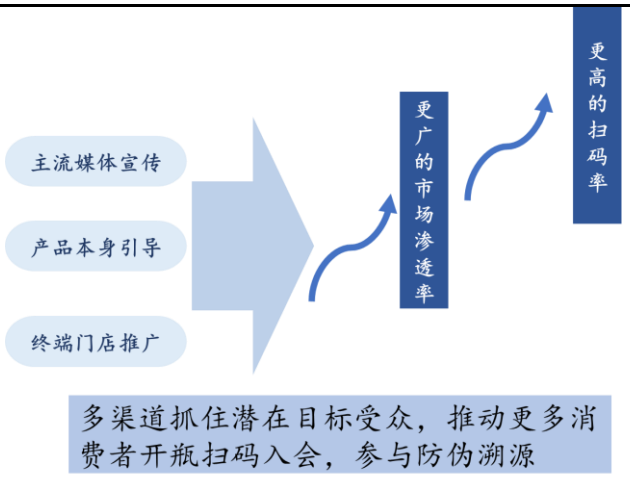
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**2、渠道精细化：数字化赋能，开展控盘分利模式，量价正循环**

**构建三大数据平台，为精细化运作提供支撑。**随着数字化技术的发展，用数据实现对经销商、终端、消费者的跟踪和管理成为可能。公司自 2017 年开启数字化转型之路：2017 年 12 月与 IBM 在成都签署战略合作协议、2018 年完成数字化物流平台，辅助公司进行商家管理、库存管理、市场秩序管理，2019 年进一步构筑全渠道互联网、大数据营销决策平台，并在此基础形成“消费者驱动+平台化运营+数字化支撑”的现代营销体系，为企业的市场决策提供支持，更有效地进行渠道精细化管理。

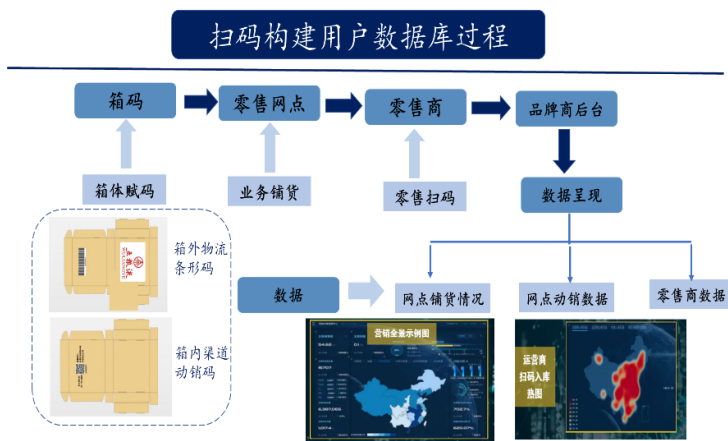
**在三大数据平台的基础上，全面导入控盘分利模式。**公司在第八代五粮液上市后全面导入扫码积分系统，八代实现了酒箱、酒盒、瓶盖多码关联，公司通过增值收益激发经销商、专卖店、终端、消费者扫码的动力：①经销商在合同指定区域、渠道销售、终端扫描、消费者扫码后，全年动态积分将于年终 1218 评优机制挂钩，参与年终评优；②专卖店入库扫码获得积分，另外消费者扫码后，专卖店可获得消费者会员累计奖；③终端在进系统中绑定的上级商家的货之后，可获得扫箱码产生的消费者会员拉新奖、消费者会员累计奖；④消费者扫码注册加入消费者会员俱乐部，可享受五粮液会员增值服务。通过扫码系统，公司能够获取每瓶五粮液在渠道流动的所有节点信息，精细化地掌握货物流通细节，进而实现对货物盘、需求盘、价格盘的控制和对利润的二次分配。

图19: 多渠道推动扫码率提升



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

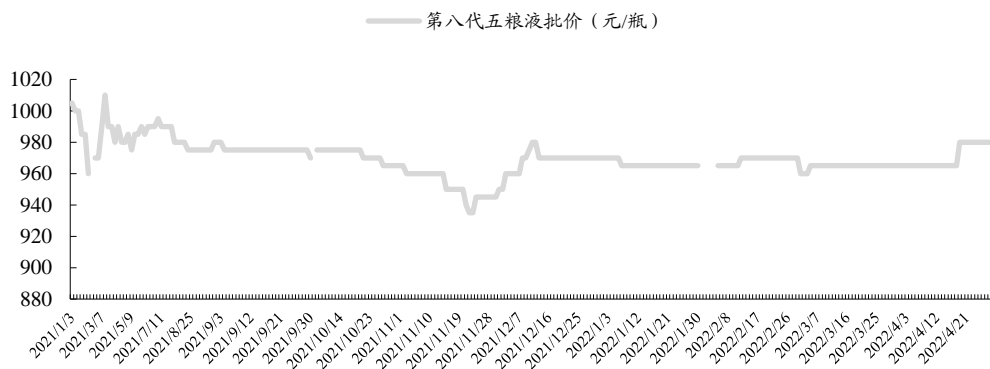
图20: 扫码步骤示意图



数据来源：酒业家、东吴证券研究所

**渠道严管控，量价正循环。**通过控盘分利，公司能够精细地掌握产品在各个市场的流动，防止经销商窜货、甩货，并较为精准地设计投放的计划量，理顺渠道价格体系。如2019年6月引入扫码后，公司要求每个经销商需核定销售区域和下游客户，按合格的客户或者终端数量分配计划量，产品只能销售合格的客户，由此杜绝大商甩货的可能。另一方面，遴选出操作规范、实力强大的经销商和终端队伍，进行相关资源的倾斜，包括分配更多计划量、给予更多返点支持等，而对于违规操作的经销商，公司可以进行精准且严厉的打击，如2019年7月依据后台异常数据发现经销商将八代产品投向批发市场等违规行为，随即立即取消4家经销商经销权、处罚相关地区负责人。渠道的严格管控改善保证渠道价格的发展，量价进入正循环。

图21: 第八代五粮液销批价走势



数据来源：今日酒价、渠道调研、东吴证券研究所

### 3、成立五商供应链公司，加强KA渠道统一管理

2019年公司主导成立五商供应链公司，加强对KA渠道的统一管理。尽管随着电商和其他新渠道的不断发展，过去占据重要地位的商超渠道作用逐渐减弱，但近几年

白酒品类在 KA 渠道正逐渐呈现价值回归的趋势，茅台、郎酒等名酒纷纷加大对商超直营渠道的投放力度，推动传统商超渠道变革。公司主导成立五商公司有利于加强对 KA 渠道的统一管理，更好地把握出货节奏和价格。

表7: 截至 2020 年部分白酒品牌加码商超直供情况

品牌	具体措施
茅台	2019 年 6 月，自首批 3 家商超入围后，至 2020 年 6 月，茅台的直销商超扩展到 33 家，其中 3 家是电商——天猫超市、京东商城、苏宁易购，剩下 30 家商超除华润万家、永辉与大润发经营范围是全国外，其余都是区域性渠道商，在上述渠道均可以购得 1499 元的平价茅台。
五粮液	2019 年在五粮液主导下众筹成立五商供应链公司，加强了对 KA 渠道的统一管理；自第八代经典五粮液上市以来，五粮液陆续与人人乐、永辉等全国商超渠道合作，开启五粮液在商超渠道营销的新篇章。
郎酒	2018 年郎酒与永辉超市正式达成战略合作，共同打造郎酒直供商超渠道新模式，实现源头直采、垂直供应、直接剔除所有的中间环节，无缝对接终端商超渠道。在与永辉合作后，2019 年 4 月，郎酒还开启了“郎酒股份&永辉超市全国名酒专员专项培训会”，以进一步发挥商超的机制。
仰韶	2015 年战略投资本土酒类连锁品牌酒客来，仰韶陆续与河南省副食、京东酒世界、金辉云酒货仓、盛林商贸、许昌胖东来合作签约。2020 年 8 月 5 日，仰韶与本土商业零售企业丹尼斯达成合作。

数据来源：酒业家、东吴证券研究所

#### 4、发力团购渠道，打造新零售平台

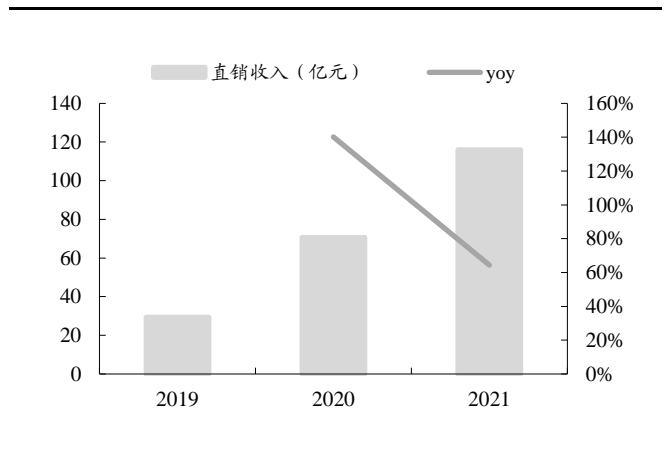
2020 年以来发展团购渠道，打造企业级团购等新消费增长点。新冠疫情发生后，公司推进“老品损失新品补、零售损失团购补、线下损失线上补”，渠道结构进一步优化，建立传统、团购和创新三大渠道体系，官方商城、五粮液云店、数字酒证平台建成运行，市场呈现高质量发展态势。同时，公司于 2020 年成立新零售公司，致力于打造集品牌宣传平台、产品销售平台、消费者互动平台和线上市场管理平台为一体的“垂直生态赋能平台”，不断完善新型智能零售体系与传统渠道互补、协同发展的有利格局，在新渠道创新、消费者经营上进行资源整合，形成以消费者为核心的渠道创新。在一系列措施下，2021 年直销渠道实现营业收入 115.95 亿元，同比增长 64.37%。

图22: 五粮液云店



数据来源：糖酒快讯、东吴证券研究所

图23: 2017-2020 年直销渠道营业收入及同比增速



数据来源：酒业家、东吴证券研究所

### 3.4. 品牌建设：高品质筑牢品牌根基，创新营销加强品牌传播

作为浓香型白酒的典型代表，五粮液酒体风格突出，容易被消费者识别。五粮液原材料丰富，在世界上更是首屈一指，素有“三杯下肚浑身爽，一滴沾唇满口香”的赞誉，这背后是独有竞争优势的支撑：独有自然生态环境使五粮液酿造具有唯一性、独有的 600 多年明初古窖池的微生物群繁衍和窖池群赋予优雅浓郁的五粮窖香、独有的五种粮食配方造就高品质、独有的酿造工艺“一极三优六首创六精酿”，成为独特壁垒。每一个酿造环节，都在按照“优中选优，花中选花”的理念进行质量分级，以确保品质，成就五粮液独特的竞争优势与立足之基。

图24：五粮液生态环境



数据来源：中国经济新闻网、东吴证券研究所

图25：五粮液窖池



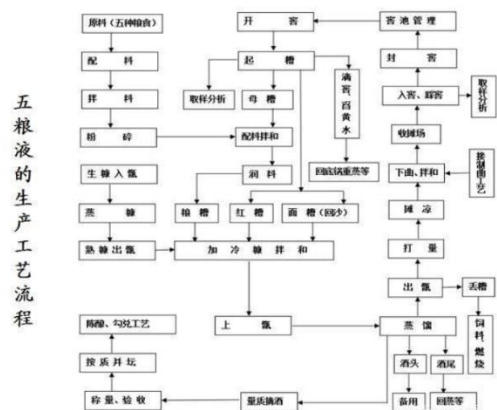
数据来源：酒说、东吴证券研究所

图26：五粮液原料配方



数据来源：中华网财经、东吴证券研究所

图27：五粮液生产工艺流程



数据来源：酒说、东吴证券研究所

立足于中华优秀传统文化的创造性转化和创新性发展，增强品牌深度。公司在世博会、APEC、博鳌亚洲论坛、进博会等重大平台陆续亮相发声，讲述中国白酒故事，以多场景、可体验的交流方式弥合文化鸿沟，增强品牌的国际认知。同时公司开启考古挖掘项目，进一步考证五粮液的历史，并围绕“501 五粮液王冠上的明珠”、最老不

间断酿造古窖价值、极度稀缺性等开展三阶段宣传推广，持续提升五粮液的品牌价值。

**“跨圈”合作，联动文化 IP 赋能品牌传播。**在新生代消费者逐渐崛起，消费场景和消费环境正在发生深刻变革的当下，公司及时推动营销方式与时俱进，独家冠名《上新了·故宫》、与南方周末携手打造“传统与传奇：顶尖博物馆探访计划”，以全新的方式讲述同脉相承的中华文化，传递中华传统文化的自信与创新活力，加强年轻圈层品牌传播，赢得当下的基础上更赢得未来。

图28：五粮液成为博鳌亚洲论坛最高等级合作伙伴



数据来源：腾讯网、东吴证券研究所

图29：公司打造“传统与传奇：顶尖博物馆探访计划”



数据来源：新华网、东吴证券研究所

**优质品质持续拉升品牌声量。**2020 年公司获得亚洲质量最高荣誉的亚洲质量网组织（ANQ）“亚洲质量卓越奖”、四川省天府质量奖等多项含金量十足的重要奖项，同时入选中国首批受欧盟保护地理标志；2021 年公司荣获第十九届“全国质量奖”，是本届获奖企业中唯一的四川企业，也是白酒行业唯一四度问鼎质量管理领域最高荣誉的企业。

#### 4. 治理与改革：改革深化，和美营销，2022 年再出发

二次创业通过多维度改革，实现了五粮液品牌价值的复兴、渠道的梳理和补齐短板、高端产品的丰富化、员工和经销商的积极性增强。公司从 2017 年营业总收入刚超 300 亿每年接近增加 100 亿，至 2021 年营业总收入 662 亿，CAGR=22%；净利润从 2017 年的 101 亿提升到 2021 年 245 亿，CAGR=25%，毛利率和净利率均实现稳步提升。

2022 年初管理班子换届，五粮液的发展进入和美营销改革治理阶段。

##### 4.1. 新班子同心协力，注入发展新动能

**曾从钦成为五粮液十余年首位兼任集团和股份公司的董事长、党委书记的领导。**与五粮液历任管理者不同，曾从钦继 2019 年出任五粮液股份有限公司董事长两年后，2022 年起兼任五粮液集团董事长、党委书记，五粮液股份有限公司党委书记，是五粮液首位集团、股份“合一”的领导，集团和股份公司利益同源，有助于加速五粮液战略层面交接地一致性和政策落实的效率。

表8: 五粮液集团、股份有限公司历任董事长、党委书记

时间	五粮液集团		五粮液股份有限公司	
	董事长	党委书记	董事长	党委书记
1998-2006 年	王国春	王国春	王国春	-
2007-2010 年	王国春	王国春	唐桥	-
2011-2016 年	唐桥	唐桥	刘中国	唐桥
2017-2018 年	李曙光	李曙光	刘中国	李曙光
2019-2021 年	李曙光	李曙光	曾从钦	李曙光
2022 至今	曾从钦	曾从钦	曾从钦	曾从钦

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

**新领导班子经验丰富, 内部职责分明。**1966 年出生的曾从钦董事长长期在经济建设领域深耕, 履新时被外界称为中国一线白酒品牌中学历最高、履历最丰富且最为年轻的领导者之一, 目前主要负责公司整体战略及人事管理, 侧重公司销售体系的改进和完善; 总经理蒋文格负责公司整体经营, 包括产能、产量等方面规划, 还有其他新加入的人才, 学历水平高、渠道资源充足。整体来看, 五粮液本届班子对行业、企业都有较深了解, 有望推动五粮液在新时期深化改革、实现稳中有进的新格局。

表9: 五粮液股份有限公司现任管理层情况

姓名	年龄	职位	履历
曾从钦	54	董事长, 法定代表人, 非独立董事, 党委书记	博士研究生学历。曾在宜宾市长宁县、市级机关、翠屏区、临港经开区工作并任职。曾任长宁县委常委、宣传部部长、常务副县长, 宜宾市临港经开区投资服务局局长, 宜宾市发改委党组书记、主任兼市物价局局长、市能源局局长, 宜宾市翠屏区委书记兼临港经开区党工委书记。
蒋文格	56	总经理, 副董事长, 非独立董事	硕士研究生学历。曾先后在南充市蓬安县、顺庆区, 四川省发展和改革委员会、四川省以工代赈办公室工作并任职。曾任南充市顺庆区政府副区长, 四川省发展和改革委员会就业和收入分配处副处长、农村经济处副处长、农村经济处处长, 四川省以工代赈办公室副主任、一级调研员等职务。
罗伟	58	副总经理, 财务总监	硕士研究生学历。曾在宜宾市财政局、市审计局、市投资集团有限公司、宜宾机场有限公司工作并任职。曾任宜宾市国资局副局长, 宜宾市审计局党组成员、纪检组长, 宜宾纸业股份有限公司党委委员、副总裁、总会计师, 宜宾市投资集团有限公司党委委员、副总经理, 宜宾机场有限公司党委副书记、总经理。兼任宜宾市商业银行股份有限公司董事。
岳松	50	副总经理	大学本科学历。曾任公司办公室副主任, 董事会办公室副主任, 505 酿酒车间、523 酿酒车间党支部书记、工会主席, 四川五粮液文化旅游公司总经理、工会主席, 宜宾长江源酒业有限公司党总支书记、董事长, 集团公司总工程师。
蒋琳	43	副总经理, 非独立董事, 董事会秘书	博士研究生学历。曾先后在重庆市政府研究室、成都市委政研室、成都市金融工作办公室、天府国际基金小镇、万创投资控股成都有限公司工作并任职。曾任成都市委政研室经济处副处长, 成都市金融工作办公室资本市场处副处长、处长, 天府国际基金小镇董事、总经理, 万创投资控股成都有限公司副总经理等职务。兼任五粮液财务公司董事、党支部书记, 五粮液基金公司董事, 四川银行董事, 四川联合酒类交易所股份有限公司董事。
李健	48	副总经理	在职博士研究生。曾在长宁县住房和城乡规划建设局、宜宾市教育和体育局、四川蜀南文化旅游健康产业投资集团公司工作并任职。曾任四川蜀南文化旅游健康产业投资集团公司党委委员、副总经理等职务。
刘洋	44	副总经理	大学本科学历。曾任眉山市副县级领导干部、政府驻北京经合局局长; 2017 年 5 月至 2021 年 12 月在宜宾市工作, 任宜宾市政府驻北京联络处主任(兼任市经济合作和外事局北京分局局长)。现任公司副总经理。

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

**改革蓝图绘到底，坚持全年发展目标不动摇。**管理层的平稳过渡有利于保持公司战略的延续性，此外，在 2021 年度公司股东大会上，曾董事长提出公司 2021 年将继续保持两位数的稳健增长的经营目标，聚焦主业，做强主业，实现稳中求进，稳健发展。

#### 4.2. 产能建设再加速，打开长期增长空间

**加快重点项目推进，进一步夯实增长根基，助推效率提升。**随着白酒行业消费升级提速，行业集中度逐步提升，产能成为各酒企发力重点。新领导班子上任后，进一步加快重点项目产能建设，按照“2+2+6”酿酒产能提升项目实现酿酒扩能进一步将酿酒产能扩展到 20 万吨，包括在红坝片区大力推进年产两万吨的生态酿酒基地、通过内部的挖掘技改新增两万吨的产能和在元水片区建设年产六万吨的酿酒生态基地，巩固最大酿酒产能基地地位；同时在酿酒基础上加强配套产能建设和质量建设，智能化磨粉车间将对原粮进行全自动的运输和智能化的粉碎，同时智能包装和储存一体化项目，将储存一定时间基酒进行降度，再进行组合、勾调过滤以后进入到智能化包装生产线，包装完成后的成品酒再运送到智能的立体仓库，极大地提升了公司智能包装和智能储存的能力和效果，推动公司智能化改造水平达到新高度。

表10: 公司产能规划情况

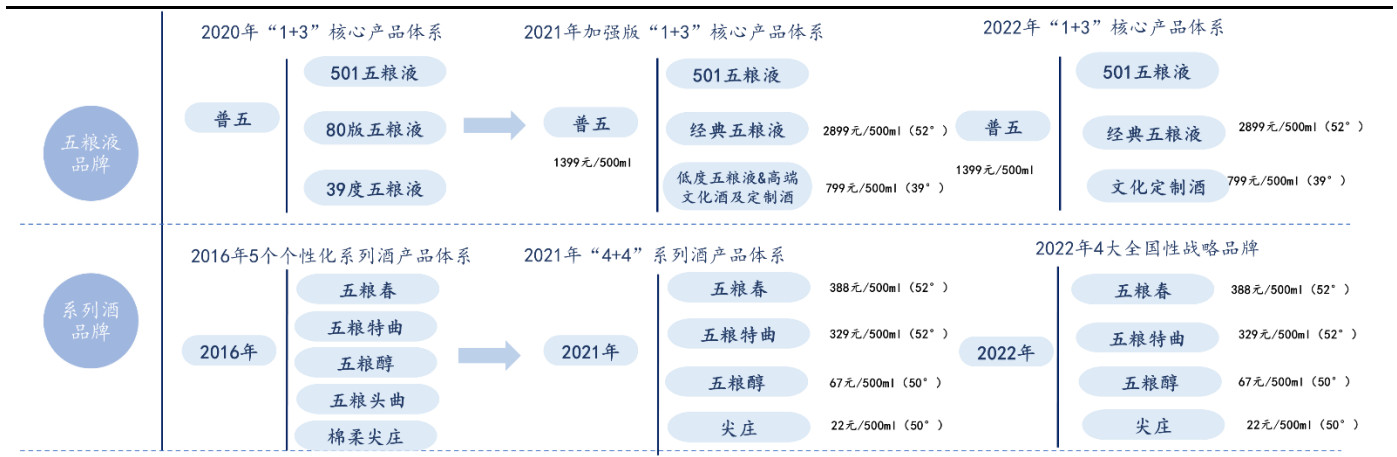
	项目名称	开工时间	完工时间	新增产能
酿酒产能建设	10 万吨生态酿酒一期项目	2022 年	2023 年	2 万吨原酒产能
	原有车间改造扩能	2022 年	-	2 万吨原酒产能
	10 万吨生态二期项目	2022 年	2024 年	6 万吨原酒产能
配套产能建设	智能化磨粉车间项目	2021 年	2022 年	5 万吨粮食能力，60 万吨磨粉能力
	勾储酒库技改项目	2021 年	2022 年	6 万吨原酒储存能力
	智能包装仓储一体化项目（成品酒立库）	2021 年	-	3 万吨成品酒智能化储存能力
	智能包装仓储一体化项目（智能化包装生产线）	2021 年	2023 年	10 万吨智能化包装能力
	制曲库能扩展项目	2022 年	2024 年	制曲能力 10 万吨

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

#### 4.3. 产品端：进一步优化产品架构，持续拉升品牌高度不变

**坚持三大双轮定位，提升品牌价值。**在过去产品梳理的基础上，公司坚持五粮液和五粮浓香、五粮液主产品与文化定制酒、第八代五粮液与经典五粮液三大双轮驱动。产品体系除去冗杂，架构清晰。

图30: 五粮液产品矩阵情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**经典五粮液着重于品牌拉升和消费者培育，全年不设量的目标。**2020年9月经典五粮液正式上市，成为继501五粮液、第八代五粮液等产品之后的又一战略性产品，为五粮液“1+3”产品战略中的重要一环。上市后先后在上海、成都、广州等地召开发布会，并通过《上新了·故宫》第三季、《酌见》两大IP扩大高端朋友圈，亮相宾利高尔夫巡回赛总决赛、博鳌论坛等高端场合，积极塑造高端品牌形象。2021年经典五粮液基础工作基本完成，产品端开发经典五粮液30版和50版，补充不同包装规格的产品；渠道端，着重于团购在内的全面渠道布局。2022年公司继续将经典五粮液作为未来高质量增长的核心支撑，但并未设定量的目标，侧重品牌价值拉升和消费者的培育，坚持“一大一小一阵地”通过品鉴、稀缺、高质高价等多个方向工作持续引导高端和品牌塑造，渠道方面，利用现有的渠道和资源，持续推动经典五粮液跟团购部之间契合度，持续发力高地市场品牌建设、专卖店的打造，凸显品牌张力。

表11：公司经典五粮液规划情况对比

	2021年	2022年
产品定位	实现高质量市场份额提升的关键性战略大单品，定位2000+，为“1+3”产品战略中的重要一环。	处于“导入期”，定位“高质高价”，为公司未来经济增长点和品牌价值拉升的最主要抓手。
投放量目标	2021年投放目标为2000吨，预计到十四五末，将完成1万吨投放量。	2022年末设定量的考核目标。
品鉴活动	重品鉴，系统开展消费者培育，尊享VIP培育和日常品鉴工作。	持续做品鉴，大力推进高端消费者培育，针对高端消费者“一大一小一阵地”打法，如高地市场小范围发售的经典30、50要持续占领高端意见领袖心智。
布局方向	在市场和终端氛围进行市场化营造，对高端消费者青睐的消费场所进行系统布局，完成对经典五粮液30版和50版的开发，并且补充不同包装规格的产品。	持续拉升品牌力，一方面和具有影响力的活动达成战略合作，例如参加博鳌亚洲论坛，世博会、进博会、G20，西湖玫瑰婚典等，同时将广告投放至“四核”：核心城市、核心商圈、核心地段、核心媒体。
渠道规划	进行包括团购和终端在内的全方位渠道布局	渠道赋能，整合公司渠道和资源，将高端团购作为拉升品牌价值的重要支撑。

数据来源：云酒传媒、华夏酒报等、东吴证券研究所

**普五动销表现优秀，非标着重于满足多元化需求。**核心大单品第八代五粮液坚持小步慢跑、稳中有涨，逐步实现价值的稳步回归，通过数字化的营销手段、十五个物流分仓建设，阶段性分区域抢抓消费者培育，发展新零售和高端团购消费等方式推动批价稳步上行。此外，今年的非标产品处于结构调整阶段，后续将着重满足消费者多

元化需求而不仅仅是饮用需求，进一步丰富品牌文化和提升品牌力。

**五粮春换代升级，逐步提高价格，实现品牌修复和提升。**2022 年五粮浓香系列酒公司将不断夯实渠道基础，推动样板市场打造，深挖市场潜力，巩固五粮浓香系列酒品牌价值。其中，于 1996 年投放的五粮春作为系列酒的重要品牌之一，曾经是五粮液和其他公司合作的贴牌产品，其“系出名门、丽质天成”的广告语深入人心，产品品质和品牌形象得到消费者高度认可。2021 年公司将五粮春收回并进行升级换代，推出第二代五粮春，与第一代相比，第二代五粮春产品品质和价格全面提升，同时对经销商优中选优，市场运作采取配额制、2022 年 3 月公司进一步推出五粮春·名门，官方零售价为 728 元，填补了普五向下次高端价格带的产品空白，名门春承担补强五粮液产品矩阵“肩部”、拉升五粮浓香整体品牌形象、加速推动五粮春品牌价值回归的重要使命。2022 年公司将持续增强五粮春品牌渠道运营能力，采取营销手段，努力实现品牌修复、提升市场份额，打造为系列酒新增长曲线。

图31: “名门春”产品定位及规划



数据来源: 酒业家、东吴证券研究所

图32: 五粮春主题公益 TVC 《时代·荣光》营销出圈



数据来源: 酒业家、东吴证券研究所

#### 4.4. 渠道端：精细化改革深化，数字化能力增强，多维赋能专卖店的表现

**公司继续推动渠道精细化，精准触达终端。**自今年 2 月份履新以来，曾从钦已多次率领五粮液新一届管理团队深入生产一线调研，实地走访五粮液体验店和专卖店，出席营销战区市场调研工作会并认真听取营销战区工作汇报以及运营商对五粮液市场、品牌、渠道、产品等方面的建议和意见，多方面助推市场信心提升。

表12: 2022 年至今公司领导层一线调研情况

时间	地点	主要内容
2022. 05	华中、华南市场	听取鄂赣、湖南和广东营销战区市场工作汇报，深入五粮液文化体验店、专卖店等市场终端了解终端陈列、产品动销、消费者服务等情况；先后走访华为、友阿集团、武商集团、人人乐等重点合作企业和运营商；召开鄂赣、湖南五粮液运营商代表座谈会，听取运营商对五粮液市场、品牌、产品等方面的意见和建议，认真回应市场关切。
2022. 06	山东、江苏市场	实地走访青岛五粮液体验店、苏州苏糖名酒销售有限公司等，出席山东营销战区市场调研工作会和江苏营销战区 2022 年半年总结座谈会，听取营销战区工作汇报以及运营商对五粮液市场、品牌、渠道、产品等方面的建议和意见；拜访利群集团、五星控股集团等重要合作企业
2022. 06	西北市场	探访核心终端、批发市场、专卖店、文化体验馆、商超等各类业态，通过深度调研、走访和座

谈，全面了解当前五粮液西北市场的发展状况和存在问题，与客户共同探讨了市场提升举措。

数据来源：五粮液集团官方微信、东吴证券研究所

2022 年公司出台大量渠道建设相关工作计划，力争进一步优化渠道架构：

- 1) **优化经销商结构，提高经销商质量。**公司坚持选商、优商、惠商的要求，选取紧跟公司发展步伐的经销商，通过指导和服务为经销商赋能，引导经销商不断的做大做强，提升渠道信心和满意度。
- 2) **多维赋能专卖店，持续发力新零售、团购、电商和 KA 渠道。**一方面，专卖店作为直销重要渠道，致力于成为五粮液品牌文化传播、消费服务体验、终端销售创新的核心阵地，公司目标是将当前 1500 余家专卖店在未来 3 年内增加至 2500 家左右，并通过调整股权结构、门店位置及形象、文化体验店等方式赋能专卖店，升级消费体验；另一方面，公司积极探索新兴消费渠道，2019 年起陆续与酒仙网、人人乐、永辉超市、苏宁快销集团等新零售渠道商达成合作，2020 年成立新零售公司与电商平台合作服务消费者，取得明显成效。公司目前制定了完备的电商及 KA 渠道运营规划，力争为传统渠道树立价格标杆和氛围标杆，开发渠道专属产品，并且在包装、销售渠道方面进行区隔，从而提升电商、KA 渠道销量。

图33：四川五粮液新零售管理有限公司揭牌



数据来源：微酒、东吴证券研究所

图34：公司产品抖音平台销售情况



数据来源：飞瓜数据、东吴证券研究所

- 3) **数字化加持，终端掌控力加强。**移动互联时代的数字化赋能对企业、对行业都十分关键，公司于 2018 年率先开启数字化改革，2020 年数字化营销措施全面落地，一方面成功积累了用户数据库，直接触达门店和消费者，另一方面也解决了经销商乱价、窜货、假货等痛点，加强渠道管理。新班子上台后进一步深化数字化改革，于 2022 年 7 月启动智慧门店二期建设项目，深度掌控终端实时动销，更加精准地做好渠道的配额管理和高效发运。

#### 4.5. 抓品质之基、铸文化之魂、做和美营销、提品牌价值

**坚守产品品质，持续对外发声，提升品牌传播的高度。**公司主导开发的智慧农业溯源管理系统，可从遥感分析、精准气象、标准种植、田间管理、地块管理“五个维度”全面监测多个生产环节，实现对专用粮基地的数字化、可视化管理，筑牢了酿酒原粮的品质关口，从源头保持产品品质；通过打造国家白酒产业创新中心、国家白酒酿造重点实验室、国家酿酒专用粮工程技术研究中心三大国家级创新平台，持续在创新平台建设、推进产学研、人才培养及问题导向的科研攻关等方面发力，为品质五粮液筑牢坚实核心。此外，持续亮相各类大型赛事和大型论坛，从品质和事件角度陆续提升五粮液品牌高度。

**深度传递和美文化，扩大品牌传播的宽度。**曾董事长上任后，打出一系列围绕“和美文化”的营销组合拳：1) 2022年5月举办首届和美文化节，以“举杯致爱，惟愿和美”为主题，在全国启动一系列线上线下活动，据不完全统计，截止5月24日，五粮液和美文化节以图文、视频等形式，通过信息流、直播、公司官方媒体矩阵、主流媒体及门户网站、朋友圈自传播等平台持续扩散，已累计实现了2.8亿的总曝光量，成功从各大品牌的营销战中脱颖而出。2) 2022年6月上线“杯酒千年”短片，在行业首创新国风 TVC，以和美文化展示中国白酒的独特魅力和深厚历史，增进了公众的品牌价值认同。3) 2022年父亲节前夕与麦德龙、家乐福等商超合作，开启“书信传感恩 杯酒敬父爱”主题活动，在父亲节当天线上发布主题视频《以父爱之名 敬和美时代》，成功引起消费者共鸣，传递“和美”的品牌文化内核。

图35: 2022年首届五粮液和美文化节



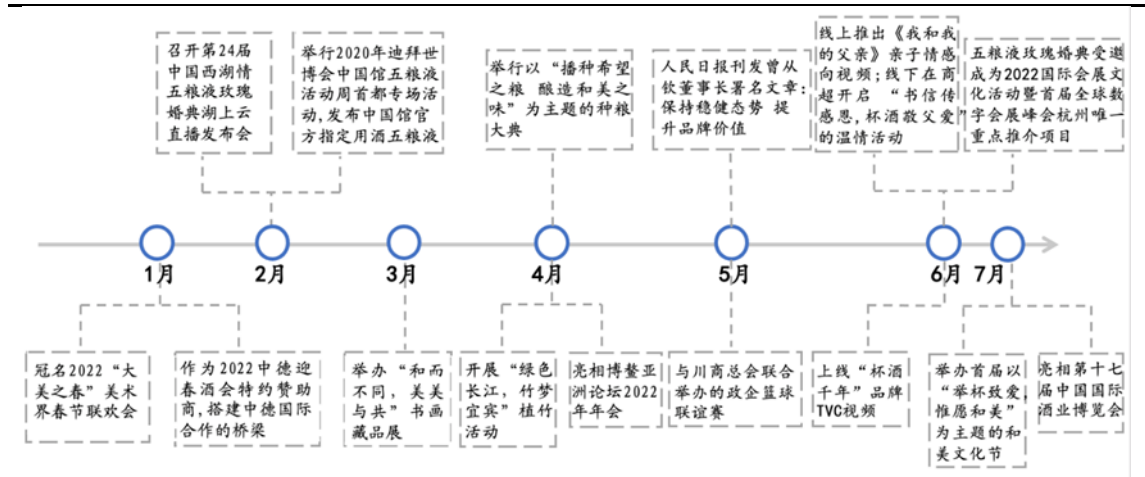
数据来源：新华财经、东吴证券研究所

图36: 2022年5月1日至5月29日五粮液百度指数



数据来源：百度指数、东吴证券研究所

图37: 2022年五粮液主要营销事件梳理



数据来源：公司官网、酒业家、东吴证券研究所

**五粮液实现品牌价值持续攀升。**在世界品牌实验室 2021 年底发布的《世界品牌 500 强》中，五粮液排名第 251 位，同比提升 21 位，增速居食品饮料行业首位。根据 2021 年国际权威品牌价值评估机构 Brand Finance 发布的《Brand Finance 全球品牌价值 50 强报告》，2021 年五粮液品牌价值高达 257.68 亿美元，同比提升 24%。

表13: 五粮液品牌价值变化情况

时间	名称	品牌世界排名	品牌价值
2021 年	《世界品牌 500 强》/《Brand Finance 全球最具价值烈酒品牌 50 强》	第 251 位	257.68 亿美元
2020 年	《世界品牌 500 强》/《Brand Finance 全球最具价值烈酒品牌 50 强》	第 272 位	208.72 亿美元
2019 年	《世界品牌 500 强》/《Brand Finance 全球最具价值烈酒品牌 50 强》	第 302 名	160.38 亿美元
2018 年	《世界品牌 500 强》/《Brand Finance 全球最具价值烈酒品牌 50 强》	第 326 名	146.35 亿美元
2017 年	《世界品牌 500 强》/《Brand Finance 全球最具价值烈酒品牌 50 强》	第 338 名	19.75 亿美元

数据来源：搜狐网、微酒、东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

在历任管理层的改革推进下，五粮液从产品、品牌、渠道表现、人员架构、团队建设等方面持续在做改革和提升；今年在经济较为疲软的背景下，公司上半年保持稳健发展，下半年将着重解决渠道利润和商家动力问题，全面推进公司的高质量发展。

### 假设

收入端：酒类收入方面，各大单品在品牌力和渠道力的推动下持续发力，我们预计 2022-2024 年酒类收入 693/807/918 亿元，同比+12%/16%/14%。其中，1) 五粮液产品方面，普五的发展是重中之重，今年上半年动销表现较好，经典五粮液全年不设量的要求，保证品牌的持续提升。我们预计五粮液产品方面 2022-2024 年收入 532/608/685

亿元，同比+8%/14%/13%。2) 系列酒方面，4+4 大单品的持续打造，五粮春收回后进行价值回归，我们预计系列酒 2022-2024 年收入 157/195/227 亿元，同比+24%/24%/17%。3) 非标产品方面，目前处于结构调整阶段，后续将着重满足消费者多元化需求，丰富品牌文化和提升品牌力，我们预计非标产品 2022-2024 年收入为 4/4.5/5 亿元。

利润端：1) 在提价、产品结构持续提升、价值回归的过程中，毛利率持续保持提升，我们预计 2022-2024 年公司平均毛利率 77.04%/77.97%/78.78%；2) 销售费用率方面，我们预计保持稳定，2022-2024 年为 9.80%/9.75%/9.70%；其他费率相对保持稳定。3) 净利润方面，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 272/324/376 亿元，同比 +16%/19%/16%

表14: 公司盈利预测

单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	66,209	74,635	87,127	99,505
yoy	15.51%	12.73%	16.74%	14.21%
毛利率	75.35%	77.04%	77.97%	78.78%
酒类产品	61,732	69,269	80,688	91,778
yoy	17.73%	12.21%	16.49%	13.74%
占比	93.24%	92.81%	92.61%	92.23%
其中:				
五粮液产品	49,112	53,198	60,758	68,531
yoy	11.46%	8.31%	14.21%	12.79%
占比	74.19%	71.28%	69.73%	68.87%
销量(万吨)	2.93	3.06	3.38	3.60
yoy	3.97%	4.63%	10.34%	6.50%
吨价(万元/吨)	168	174	180	191
yoy	7%	4%	4%	6%
系列酒	126,20	156,74	194,82	227,24
yoy	50.71%	24.20%	24.30%	16.64%
占比	19.06%	21.00%	22.36%	22.84%
销量(万吨)	15.26	16.48	18.13	19.58
yoy	15%	8%	10%	8%
吨价(万元/吨)	8	10	11	12
yoy	31%	15%	13%	8%
非标产品		397	448	523
yoy			13%	17%
占比		0.53%	0.51%	0.53%
其他业务	4,477	5,366	6,439	7,727
yoy	-9%	20%	20%	20%
占比	6.76%	7.19%	7.39%	7.77%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

基于以上假设,我们预计公司 2022-2024 年总营收分别为 746.35、871.27、995.05 亿

元，同比+12.73%、+16.74%、+14.21%，归母净利润为 272.03、324.21、375.70 亿元，同比+16.37%、+19.18%、+15.88%。2022-2024 年对应 PE 分别为 26/21/19 倍。消费升级下高端白酒景气度高，公司作为千元价格带龙头企业坐享行业扩容红利，同时公司内部新一届管理层经营规划明确，产品矩阵清晰，渠道精细化程度进一步提高，和营销持续扩大品牌影响力。目前高端白酒竞争格局稳固，茅台站稳 2000 元以上的超高端价格带，优势还在不断强化，千元价位段五、泸、郎是主要寡头竞争者，因此我们选取已上市的贵州茅台、泸州老窖作为可比公司，综合考虑可比公司估值和业绩韧性，给予 2023 年 30 倍市盈率，对应股价 250.5 元人民币，增幅为 40%（与 2022 年 8 月 5 日收盘价相比），维持“买入”评级。

表15: 可比公司估值表

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600519.SH	贵州茅台	1,923.96	24,169	41.76	49.36	57.43	46.07	38.98	33.50
000568.SZ	泸州老窖	225.48	3,318	5.43	6.70	8.33	41.52	33.65	27.07
	平均值						43.80	36.32	30.28
000858.SZ	五粮液	179.18	6,955	6.02	7.01	8.35	29.75	25.57	21.45

数据来源: wind、东吴证券研究所（收盘价为 2022 年 8 月 5 日价格）

## 6. 风险提示

**经济环境疲软。**白酒行业的发展与经济的景气度存在较大的相关性，若宏观经济放缓，行业增速整体也会有负面影响。

**疫情后场景恢复不及预期。**全国局部地区疫情反复造成部分消费场景缺失，若疫情影响下消费场景恢复不及预期，一定程度影响行业后续业绩。

**食品安全问题。**食品安全一直是食品饮料企业红线，若食品安全出了问题，对公司会有很大的负面影响。

## 五粮液三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>122,138</b>	<b>153,845</b>	<b>180,637</b>	<b>209,672</b>	<b>营业总收入</b>	<b>66,209</b>	<b>74,635</b>	<b>87,127</b>	<b>99,505</b>
货币资金及交易性金融资产	82,336	114,352	139,958	166,684	营业成本(含金融类)	16,319	17,135	19,191	21,110
经营性应收款项	25,760	25,047	26,298	28,753	税金及附加	9,790	10,897	12,634	14,557
存货	14,015	13,358	12,868	12,654	销售费用	6,504	7,314	8,495	9,652
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,900	2,985	3,756	4,209
其他流动资产	26	1,088	1,514	1,581	研发费用	177	186	217	254
<b>非流动资产</b>	<b>13,483</b>	<b>15,398</b>	<b>17,080</b>	<b>18,827</b>	财务费用	-1,732	-1,317	-1,830	-2,029
长期股权投资	1,911	2,232	2,466	2,553	加:其他收益	216	261	279	330
固定资产及使用权资产	6,308	7,162	8,003	8,897	投资净收益	97	123	138	156
在建工程	2,646	3,339	3,891	4,622	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	556	576	594	587	减值损失	-10	-20	-13	-11
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	-2	1	0	0
长期待摊费用	156	182	219	262	<b>营业利润</b>	<b>32,552</b>	<b>37,800</b>	<b>45,068</b>	<b>52,227</b>
其他非流动资产	1,904	1,904	1,904	1,904	营业外净收支	-102	-75	-89	-101
<b>资产总计</b>	<b>135,621</b>	<b>169,243</b>	<b>197,717</b>	<b>228,499</b>	<b>利润总额</b>	<b>32,450</b>	<b>37,725</b>	<b>44,979</b>	<b>52,126</b>
<b>流动负债</b>	<b>33,616</b>	<b>47,931</b>	<b>53,810</b>	<b>58,888</b>	减:所得税	7,943	9,218	10,998	12,747
短期借款及一年内到期的非流动负债	360	360	360	360	<b>净利润</b>	<b>24,507</b>	<b>28,508</b>	<b>33,981</b>	<b>39,379</b>
经营性应付款项	6,287	17,800	19,438	20,548	减:少数股东损益	1,130	1,304	1,560	1,809
合同负债	13,059	9,595	9,979	9,922	<b>归属母公司净利润</b>	<b>23,377</b>	<b>27,203</b>	<b>32,421</b>	<b>37,570</b>
其他流动负债	13,910	20,175	24,032	28,058	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.02	7.01	8.35	9.68
非流动负债	613	613	613	613	EBIT	30,725	36,118	42,834	49,722
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	31,642	36,698	43,477	50,431
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.35	77.04	77.97	78.78
租赁负债	355	355	355	355	归母净利率(%)	35.31	36.45	37.21	37.76
其他非流动负债	258	258	258	258	收入增长率(%)	15.51	12.73	16.74	14.21
<b>负债合计</b>	<b>34,229</b>	<b>48,544</b>	<b>54,423</b>	<b>59,501</b>	归母净利润增长率(%)	17.15	16.37	19.18	15.88
归属母公司股东权益	99,068	117,071	138,107	162,002					
少数股东权益	2,323	3,628	5,188	6,996					
<b>所有者权益合计</b>	<b>101,392</b>	<b>120,698</b>	<b>143,294</b>	<b>168,998</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>135,621</b>	<b>169,243</b>	<b>197,717</b>	<b>228,499</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	26,775	43,663	39,268	42,803	每股净资产(元)	25.52	30.16	35.58	41.74
投资活动现金流	-1,497	-2,447	-2,277	-2,402	最新发行在外股份(百万股)	3,882	3,882	3,882	3,882
筹资活动现金流	-11,269	-9,201	-11,385	-13,675	ROIC(%)	24.44	24.42	24.38	23.95
现金净增加额	14,008	32,016	25,606	26,726	ROE-摊薄(%)	23.60	23.24	23.48	23.19
折旧和摊销	917	581	643	708	资产负债率(%)	25.24	28.68	27.53	26.04
资本开支	-1,533	-2,222	-2,144	-2,428	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.75	25.57	21.45	18.51
营运资本变动	1,547	9,401	1,250	-1,199	P/B(现价)	7.02	5.94	5.04	4.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

