

2023年02月10日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 春节动销反馈积极，全年稳中求进

## —五粮液（000858.SZ）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

### 基本数据

2023-02-09

当前股价(元)	207.39
总市值(亿元)	8050
总股本(百万股)	3882
流通股本(百万股)	3881
52周价格范围(元)	133.5-217.6
日均成交额(百万元)	3810.47

### 市场表现



### 相关研究

- 1、《五粮液（000858）：动销持续改善，改革持续推进》2023-01-19
- 2、《五粮液（000858）：1218大会反馈积极，明年继续稳增长》2022-12-19
- 3、《五粮液（000858）：业绩超预期，完成全年目标在即》2022-10-28

### 春节动销反馈积极，多数营销战区动销正增长

元旦以来，公司动销响应速度加快，我们预计2023年春节期间同口径下（指的是对应2022年春节时点）公司动销（指的是终端门店扫码口径）实现两位数增长，开瓶率比较高。此外，春节期间公司大部分营销战区动销实现正增长，部分营销战区动销增速较高，部分营销战区动销下滑系基数效应及疫情峰值影响。

### 公司价值逐步回归，渠道体系持续优化

为保证价格合理回归，公司坚持“三个倾斜和两个匹配”原则。“三个倾斜”即新增的计划量向高质量动销区域倾斜、向新拓展的渠道倾斜如创新渠道、产品体系的倾斜（以八代和经典双轮驱动，培育消费者对非标酒的认可）。两个匹配即动销区域市场计划量和当地需求量匹配，还有经销商计划量和真实动销能力匹配。团购方面，2023年将继续围绕“一大一高一阵地”团购建设思路，持续走进大企业，加深与大型、特大型企业单位的友好关系；推进五粮液与重点机构内购活动。持续拓展高端圈层，通过以点代面、以线代面的方式，紧紧围绕意见领袖、车友会俱乐部等群层进行品牌培育活动。持续丰富文化体验阵地，通过高尔夫巡回赛、网球巡回赛等体育营销热点扩大朋友圈。专卖店方面，2023年将对核心终端、专卖店进行形象提升，启动智慧门店建设，在核心城市、重点区域和高端酒店布局五代专卖店、高端体验馆和品牌专区，以专卖店商家为载体树立区域内产品形象标杆、文化宣传阵地和面向团购消费者的重要场地。

### 盈利预测

我们看好公司改革持续推进，激励机制有望进一步落地，业绩有望加速。预计2022-2024年EPS分别为6.91/8.06/9.32元，当前股价对应PE分别为30/26/22倍，维持“买入”投资评级。

### 风险提示

宏观经济下行风险、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、激励机制落地不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入 (百万元)	66,209	74,262	85,579	97,616
增长率 (%)	15.5%	12.2%	15.2%	14.1%
归母净利润 (百万元)	23,377	26,826	31,302	36,168
增长率 (%)	17.2%	14.8%	16.7%	15.5%
摊薄每股收益 (元)	6.02	6.91	8.06	9.32
ROE (%)	23.1%	22.9%	23.1%	23.0%

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
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	82,336	100,957	119,899	142,919
应收款	23,950	21,363	22,274	22,732
存货	14,015	15,674	17,051	18,305
其他流动资产	1,837	1,857	1,883	1,952
流动资产合计	122,138	139,851	161,107	185,909
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	5,608	6,820	7,000	6,787
在建工程	2,644	1,057	423	169
无形资产	556	529	501	474
长期股权投资	1,911	1,961	2,001	2,031
其他非流动资产	2,764	2,764	2,764	2,764
非流动资产合计	13,483	13,131	12,689	12,226
资产总计	135,621	152,983	173,796	198,135
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	6,276	6,270	6,282	6,610
其他流动负债	14,281	14,281	14,281	14,281
流动负债合计	33,616	35,198	37,442	40,145
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	613	613	613	613
非流动负债合计	613	613	613	613
负债合计	34,229	35,811	38,056	40,758
<b>所有者权益</b>				
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
股东权益	101,392	117,171	135,740	157,377
负债和所有者权益	135,621	152,983	173,796	198,135

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	24507	28119	32811	37912
少数股东权益	1130	1293	1509	1744
折旧摊销	465	402	481	492
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	672	2490	-70	920
经营活动现金净流量	26775	32305	34732	41068
投资活动现金净流量	-1497	324	415	437
筹资活动现金净流量	-6657	-12340	-14242	-16276
现金流量净额	18,622	20,289	20,904	25,229

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	66,209	74,262	85,579	97,616
营业成本	16,319	17,689	20,262	22,965
营业税金及附加	9,790	10,916	12,494	14,154
销售费用	6,504	7,723	8,794	9,956
管理费用	2,900	3,342	3,765	4,197
财务费用	-1,732	-2,827	-3,357	-4,002
研发费用	177	199	229	262
费用合计	7,849	8,437	9,432	10,413
资产减值损失	-3	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	97	45	40	35
营业利润	32,552	37,359	43,521	50,204
加: 营业外收入	52	30	28	25
减: 营业外支出	154	95	90	80
利润总额	32,450	37,294	43,459	50,149
所得税费用	7,943	9,174	10,647	12,236
净利润	24,507	28,119	32,811	37,912
少数股东损益	1,130	1,293	1,509	1,744
归母净利润	23,377	26,826	31,302	36,168

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	15.5%	12.2%	15.2%	14.1%
归母净利润增长率	17.2%	14.8%	16.7%	15.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	75.4%	76.2%	76.3%	76.5%
四项费用/营收	11.9%	11.4%	11.0%	10.7%
净利率	37.0%	37.9%	38.3%	38.8%
ROE	23.1%	22.9%	23.1%	23.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.2%	23.4%	21.9%	20.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.8	3.5	3.8	4.3
存货周转率	1.2	1.8	1.9	2.0
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	6.02	6.91	8.06	9.32
P/E	34.4	30.0	25.7	22.3
P/S	12.2	10.8	9.4	8.2
P/B	8.1	7.1	6.2	5.3

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，5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，2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	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 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。