

五粮液（000858）2022年度股东大会点评

经营务实，治理优化，价值空间已现

事项：

- 近期我们参加了五粮液 2022 年度股东大会，公司对经营成果、23 年工作部署等展开系统性阐述，并就市场普遍关注的高端白酒发展趋势、产品布局策略、资金使用等问题进行详细地回答。核心反馈如下：

评论：

- 整体观感：交流开放，经营务实。**本次股东大会公司诚意十足，会议前后活动精心准备，会上曾董事长精彩演讲，管理层就资本市场关切问题正面回应，交流开放。我们认为，公司管理层对行业及自身认知清晰，经营策略务实，兼顾增长规划目标和经营质量。
- 持续完善产品体系，普五策略务实周转优先，其他产品放量为普五减压。**
 - 普五务实放量，精准调控。**稳占千元价格带龙头地位，短期策略上务实放量，元春至今动销及开瓶率优秀，26 个战区均实现双位数增长，五一期间线下动销翻倍，线上为去年同期的 1.5 倍。公司在数字化营销能力大幅提升之后，减少普五低质量投放，加强各市场、渠道配额的精准投放。
 - 同时公司积极发力其他高端产品，挖掘增量，拉升产品结构和吨价。**一是公司着力将 1618 打造为千元价格带第一宴席品牌，加强放量，为主力大单品普五减压。二是公司加强低度布局，在全国开展低度酒红包扫码，着力提升主销区域份额，并即将推出紫气东来打造高端低度白酒标杆。三是公司加强礼赠及收藏场景布局，加强文化酒开发和运营，优化礼盒装等特殊规格产品的投放，上新和美中国、兔年生肖酒等多款文化酒。
 - 系列酒持续聚焦大单品。**今年白酒消费环境适合品牌力强的中腰部产品放量，春节及 5 月五粮液浓香酒核心产品均打破记录，五一浓香酒开瓶量同比三位数增长，当天开瓶扫码数超 10 万瓶。公司战略层面继续聚焦拉升浓香酒结构，根据品牌调性实行差异化和精准化的销售政策，五粮春次高端核心大单品战略不变，五粮醇拟以宴席政策扩大份额，五粮特头曲加强文化赋能，尖庄持续做大光瓶酒份额。
- 深挖品牌文化内涵，讲好品牌故事，久久为功。**公司明确“大国浓香、和美五粮、中国酒王”全新品牌理念，通过打造和美文化节等文化 IP 凸显品牌内涵。品牌文化传播方面，公司持续参与博鳌亚洲论坛/进博会等高端会议，并以央视/人民日报等主流媒体为背书强化品牌故事宣传，拉升品牌高度。同时加强重点市场、城市地标建筑广告投放，开展玫瑰婚典、1218 超级粉丝节等文化活动，持续高位扩宽品牌知名度。
- 渠道端深化营销改革，同时加强直面 C 端的体系建设。**首先持续优化传统经销渠道结构，通过配额、新品的精准投放增强渠道管控力度及效率，做精正向激励，优化费用投放。其次大力推进直营及新兴渠道建设，推进终端形象店、专卖店、体验店等的建设，计划新增 300 家专卖店，持续加强团购布局，推进与抖音、天猫、快手等平台合作，加强电商及创新平台引流。同时 C 端强化会员体系建设，通过一瓶一码系统对全国营销数据精准分析，实现物流、终端、会员高效管理。
- 分红比例稳步提升，公司治理持续优化。**公司 22 年总分红金额 146.8 亿元，分红比例达到 55%，提升 5pcts，并连续 8 年保持 50% 左右的高分红比例。同时，管理层在会上指引，在实现优质收益的前提下，将尽可能逐年提高分红比例，公司治理有望持续优化。我们认为，公司资金在保障日常经营、产能建设、择优储备外延项目之外，分红比例提升不仅为中小投资者和持股员工创造回报，也能更好地履行国企社会责任，通过集团投资等形式，支持当地经济发展。
- 投资建议：增长确定性仍高，价值空间已现，维持目标价 215 元，维持“强推”评级。**尽管短期批价平淡，但普五周转持续亮眼，同时公司更加主动作为，

强推（维持）

目标价：215 元

当前价：170.10 元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：沈昊

邮箱：shenhao@hcyjs.com

执业编号：S0360521050001

证券分析师：田晨曦

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com

执业编号：S0360522090005

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

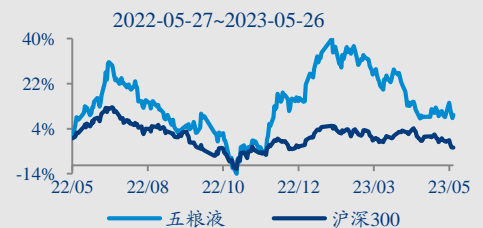
联系人：刘旭德

邮箱：liuxude@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	388,160.80
已上市流通股(万股)	388,152.59
总市值(亿元)	6,602.62
流通市值(亿元)	6,602.48
资产负债率(%)	19.09
每股净资产(元)	32.61
12个月内最高/最低价	217.60/133.50

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《五粮液（000858）2022 年报及 2023 年一季报点评：周转优秀，回款亮眼》

2023-05-03

《五粮液（000858）1218 经销商大会点评：稳中求进，守正创新》

2022-12-20

《五粮液（000858）2022 年三季报点评：盈利释放，坚韧前行》

2022-10-28

1618、低度以及文化酒等布局积极，共同驱动全年双位数增长；而中长期看，五粮液以浓香龙头牢据千元价格带，品牌统治力还难以被颠覆，只是期待超高端大单品能培育成功。我们维持 23-25 年 EPS 为 7.95/9.14/10.46 元，公司当前估值对应 23 年仅 21 倍 PE，但公司业绩确定性与品牌价值不可低估，价值空间已现，维持目标价 215 元，维持“强推”评级。

❖ **风险因素：**需求持续疲软、批价提升不及预期、千元价格带竞争加剧。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	73,969	84,193	95,468	107,580
同比增速(%)	11.7%	13.8%	13.4%	12.7%
归母净利润(百万)	26,691	30,849	35,469	40,611
同比增速(%)	14.2%	15.6%	15.0%	14.5%
每股盈利(元)	6.88	7.95	9.14	10.46
市盈率(倍)	25	21	19	16
市净率(倍)	5.8	4.6	3.7	3.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价

图表 1 五粮液股东大会会场



资料来源：微酒

图表 2 五粮液董事长曾从钦股东大会发表演讲



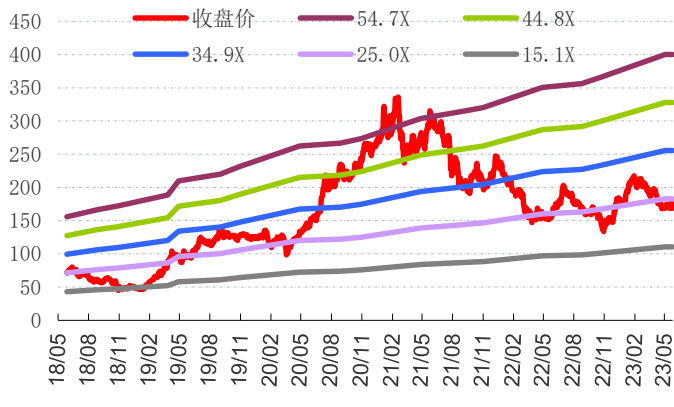
资料来源：微酒

图表 3 五粮液分季度拆分表 (单位: 百万元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021A	2022A
营业总收入	24,325	12,427	12,969	16,488	27,548	13,674	14,557	18,189	31,139	66,209	73,969
营业总成本	11,333	7,269	7,197	8,168	12,401	7,849	7,777	9,050	13,858	33,968	37,077
其中: 营业成本	5,733	3,472	3,097	4,017	5,948	3,566	3,888	4,776	6,728	16,319	18,178
利息支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
手续费及佣金支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	3,341	1,742	1,974	2,733	3,897	1,887	2,057	2,908	4,459	9,790	10,749
销售费用	1,724	1,831	1,845	1,104	2,033	2,180	1,667	965	2,112	6,504	6,844
管理费用	950	583	623	743	980	652	598	837	1,097	2,900	3,068
研发费用	39	39	44	56	55	47	60	73	76	177	236
财务费用	-454	-404	-385	-489	-513	-487	-493	-533	-614	-1,732	-2,026
信用减值损失	0	-6	0	3	0	-4	0	3	0	-3	-1
其他收益	35	101	35	45	21	39	35	91	191	216	187
投资收益	0	16	0	82	0	44	0	49	0	97	93
营业利润	13,027	5,273	5,806	8,446	15,168	5,909	6,817	9,280	17,472	32,552	37,174
加: 营业外收入	25	7	8	11	6	11	12	10	3	52	39
减: 营业外支出	45	12	67	30	38	11	46	14	52	154	110
利润总额	13,007	5,268	5,748	8,427	15,136	5,909	6,783	9,276	17,424	32,450	37,104
减: 所得税	3,224	1,208	1,420	2,090	3,765	1,430	1,673	2,265	4,318	7,943	9,133
净利润	9,783	4,060	4,328	6,337	11,371	4,479	5,110	7,011	13,106	24,507	27,971
减少数股东损益	459	183	200	287	548	203	220	310	564	1,130	1,280
归母净利润	9,324	3,877	4,127	6,050	10,823	4,276	4,890	6,701	12,542	23,377	26,691
EPS	2.4	1.0	1.1	1.6	2.8	1.1	1.3	1.7	3.2	6.0	6.9
毛利率	76.4%	72.1%	76.1%	75.6%	78.4%	73.9%	73.3%	73.7%	78.4%	75.4%	75.4%
营业税金率	13.7%	14.0%	15.2%	16.6%	14.1%	13.8%	14.1%	16.0%	14.3%	14.8%	14.5%
销售费用率	7.1%	14.7%	14.2%	6.7%	7.4%	15.9%	11.4%	5.3%	6.8%	9.8%	9.3%
管理费用率(含研发)	4.1%	5.0%	5.1%	4.8%	3.8%	5.1%	4.5%	5.0%	3.8%	0.0%	4.5%
营业利润率	53.6%	42.4%	44.8%	51.2%	55.1%	43.2%	46.8%	51.0%	56.1%	49.2%	50.3%
实际税率	24.8%	22.9%	24.7%	24.8%	24.9%	24.2%	24.7%	24.4%	24.8%	24.5%	24.6%
净利率	38.3%	31.2%	31.8%	36.7%	39.3%	31.3%	33.6%	36.8%	40.3%	35.3%	36.1%
收入增长率	20.2%	18.0%	10.6%	11.2%	13.3%	10.0%	12.2%	10.3%	13.0%	15.5%	11.7%
营业利润增长率	21.3%	22.1%	12.3%	11.1%	16.4%	12.1%	17.4%	9.9%	15.2%	17.0%	14.2%
归母净利润增长率	21.0%	23.0%	11.8%	11.8%	16.1%	10.3%	18.5%	10.8%	15.9%	17.2%	14.2%

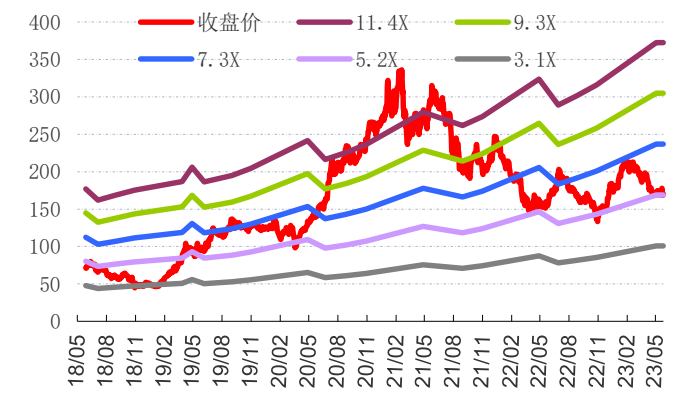
资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 五粮液 PE Band



资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 五粮液 PB Band



资料来源: Wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	92,358	135,199	170,529	211,523
应收票据	36	0	0	0
应收账款	28,904	25,258	28,640	32,274
预付账款	136	196	215	232
存货	15,981	16,832	18,425	19,931
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	151	0	35	32
流动资产合计	137,566	177,485	217,844	263,992
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1,986	1,986	1,986	1,986
固定资产	5,311	6,035	6,686	7,286
在建工程	3,771	4,098	4,425	4,752
无形资产	519	523	533	551
其他非流动资产	3,562	3,595	3,625	3,656
非流动资产合计	15,149	16,237	17,255	18,231
资产合计	152,715	193,721	235,099	282,223
短期借款	0	0	0	0
应付票据	888	1,174	1,289	1,394
应付账款	7,247	7,829	8,594	9,294
预收款项	16	18	21	24
合同负债	12,379	16,839	19,094	21,516
其他应付款	4,618	4,618	4,618	4,618
一年内到期的非流动负债	376	376	376	376
其他流动负债	10,235	14,290	16,135	18,269
流动负债合计	35,759	45,144	50,127	55,491
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	271	271	271	271
非流动负债合计	271	271	271	271
负债合计	36,031	45,415	50,398	55,762
归属母公司所有者权益	114,025	144,874	180,343	220,954
少数股东权益	2,659	3,432	4,359	5,507
所有者权益合计	116,684	148,306	184,701	226,461
负债和股东权益	152,715	193,721	235,099	282,223

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	24,431	43,463	35,964	41,627
现金收益	26,521	31,289	36,102	41,508
存货影响	-1,966	-851	-1,594	-1,505
经营性应收影响	23,854	104	-11	-9
经营性应付影响	2,826	870	883	807
其他影响	-26,804	12,051	584	827
投资活动现金流	-1,716	-1,591	-1,602	-1,619
资本支出	-1,369	-1,569	-1,566	-1,581
股权投资	-75	0	0	0
其他长期资产变化	-272	-23	-36	-38
融资活动现金流	-13,105	969	968	987
借款增加	16	0	0	0
股利及利息支付	-12,681	-25	-28	-34
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-440	993	996	1,021

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	73,969	84,193	95,468	107,580
营业成本	18,178	19,572	21,486	23,235
税金及附加	10,749	12,208	13,843	15,599
销售费用	6,844	7,577	8,592	9,682
管理费用	3,068	3,452	3,800	4,282
研发费用	236	253	286	215
财务费用	-2,026	-1,552	-1,645	-1,688
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-26	-8	-8	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	93	93	93	93
其他收益	187	187	187	187
营业利润	37,174	42,954	49,377	56,526
营业外收入	39	39	39	39
营业外支出	110	110	110	110
利润总额	37,104	42,884	49,307	56,455
所得税	9,133	10,556	12,137	13,896
净利润	27,971	32,328	37,170	42,559
少数股东损益	1,280	1,479	1,701	1,948
归属母公司净利润	26,691	30,849	35,469	40,611
NOPLAT	26,443	31,158	35,930	41,286
EPS(摊薄) (元)	6.88	7.95	9.14	10.46

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	11.7%	13.8%	13.4%	12.7%
EBIT 增长率	14.2%	17.8%	15.3%	14.9%
归母净利润增长率	14.2%	15.6%	15.0%	14.5%
获利能力				
毛利率	75.4%	76.8%	77.5%	78.4%
净利率	37.8%	38.4%	38.9%	39.6%
ROE	23.4%	21.3%	19.7%	18.4%
ROIC	31.4%	28.8%	26.5%	24.7%
偿债能力				
资产负债率	23.6%	23.4%	21.4%	19.8%
债务权益比	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
流动比率	3.8	3.9	4.3	4.8
速动比率	3.4	3.6	4.0	4.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	0	0	n.a.	n.a.
应付账款周转天数	125	139	138	139
存货周转天数	297	302	295	297
每股指标(元)				
每股收益	6.88	7.95	9.14	10.46
每股经营现金流	6.29	11.20	9.27	10.72
每股净资产	29.38	37.32	46.46	56.92
估值比率				
P/E	25	21	19	16
P/B	6	5	4	3
EV/EBITDA	19	16	14	12

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2022 年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4 年食品饮料研究经验，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021 年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3 年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自 2013 至 2022 年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522