



## 浓香王者业绩稳增长，静待价值回归 — 五粮液（000858.SZ）投资价值分析报告

### 核心观点

#### ● 高端白酒市场扩容，品牌力抢占市场份额

随着我国居民可支配收入提升和高净值人群增加，外加通货膨胀的因素，高端白酒市场扩容趋势显著。五粮液作为我国浓香龙头，一直坚守高端市场，品牌及核心资源优势显著，有望在市场扩容中充分受益。

#### ● 浓香王者，业绩实现稳增长，静待价值回归

公司底蕴深厚，具有六大不可复制的核心资源，拥有坚强的竞争壁垒。2018-2021 年，公司实现营业收入 CAGR 为 21.7%，归母净利润 CAGR 为 24.68%。营收、利润增速位于行业前列。而公司目前估值水平仅位于各大可比公司尾部，浓香王者静待价值回归。

#### ● 优化产品结构，改革成果显著

目前，五粮液系列产品为公司收入核心支柱，占公司总收入 75% 左右。公司着力打造经典五粮液等超高端产品作为公司新的增长点，同时巩固核心单品第八代五粮液，进一步提升高端产品的市场占有率。系列酒方面，公司仍将着力清理子品牌，优化产品结构，品牌结构预计将持续向上。

#### ● 增产扩容，提高竞争力

自 2012 年以来，公司产销率均保持在 100% 左右，现有浓香型白酒原酒产能规模为 10 万吨，增产扩容才能进一步提高市场竞争力。公司按照“十四五”期间发展战略规划，将扩张产能，投资建设 15 栋酿酒车间、8 栋收酒房及相关配套设施，新增 10 万吨原酒产能，目标实现原酒产能翻倍。

#### ● 公司盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 74,843.56/85,406.64/95,754.58 百万元，YOY 分别为 13.04%/14.11%/12.12%；EPS 分别为 6.80/7.82 /8.79 元，YOY 分别为 12.97%/14.93%/12.36%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 178 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

#### ● 投资风险提示

宏观经济不确定风险，高端产品营销不及预期，批价上涨不及预期

#### ● 核心业绩数据预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	66,209.05	74,843.56	85,406.64	95,754.58
YOY	15.51%	13.04%	14.11%	12.12%
归母净利润(百万元)	23,377.07	26,408.51	30,351.60	34,102.32
YOY	17.15%	12.97%	14.93%	12.36%
EPS(元)	6.02	6.80	7.82	8.79
ROE	23.60%	23.51%	23.80%	23.57%
P/E	24.52	21.70	18.88	16.81

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

### 公司投资评级

推荐（首次）

### 公司深度报告

华通证券国际研究部

食品饮料行业组

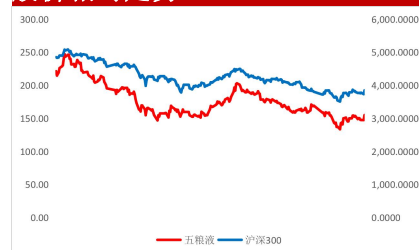
SFC:AAK004

Email:research@waton.com

### 主要数据 2022.12.1

收盘价（元）	164.59
一年中最低/最高（元）	257.21/132.33
总市值（亿元）	6018.43
ROE（TTM）	23.6%
PE（TTM）	23.11

### 股价相对走势





## 内容目录

1.公司所属行业情况分析 .....	5
1.1. 行业基础信息及现状 .....	5
1.1.1. 白酒类型及分布情况 .....	5
1.1.2. 白酒行业的历史发展及目前竞争格局 .....	6
1.2. 白酒行业未来发展趋势分析 .....	8
1.2.1. 白酒行业未来成长空间 .....	8
1.2.2. 白酒行业发展趋势 .....	11
2.公司主要经营情况分析 .....	13
2.1. 公司竞争优势分析 .....	13
2.1.1. 公司主营业务及产品介绍 .....	13
2.1.2. 强者恒强，业绩领先 .....	17
2.1.3. 公司与可比公司、行业中值比较分析 .....	18
2.1.4. 公司核心竞争优势 .....	19
2.2. 公司积极扩张产能，增强酿酒实力 .....	22
2.3. 公司未来盈利预测 .....	24
3.2022-2024 年公司整体业绩预测 .....	27
4.公司估值分析 .....	27
4.1. P/E 模型估值 .....	27
4.2. PEG 模型 .....	28
4.3. DCF 模型 .....	28
5.公司未来六个月内投资建议 .....	28
5.1. 公司股价催化剂分析 .....	28
5.2. 公司六个月内的目标价 .....	29
6.公司投资评级 .....	29



## 图表目录

图 1 : 中国各类酒销售收入 .....	5
图 2 : 2011 年上市白酒企业收入 .....	6
图 3 : 2007-2016 年白酒销量与增速 .....	7
图 4 : 2022Q3 上市白酒企业收入 .....	8
图 5 : 2012-2021 年全国 GDP .....	8
图 6 : 2012-2021 年我国人均 GDP .....	8
图 7 : 农村居民人均食品烟酒消费支出 .....	9
图 8 : 城镇居民人均食品烟酒消费支出 .....	9
图 9 : 中国高净值人群数量 .....	9
图 10 : 白酒使用场景分布 .....	10
图 11 : 中国白酒市场规模及预测 .....	10
图 12 : 2022 年不同价位酒销售额占比 .....	11
图 13 : 年份酒价格涨幅 .....	11
图 14 : 2022 年白酒消费年龄分布 .....	12
图 15 : 2021 年白酒消费年龄分布 .....	12
图 16 : 白酒消费者线上购买意愿分布 .....	13
图 17 : 五糧液公司 .....	13
图 18 : 五糧液名字的由来 .....	13
图 19 : 白酒分类成交额占比 .....	14
图 20 : 五糧液 “1+3” 品牌战略图 .....	15
图 21 : 五糧液 “4+4” 品牌战略图 .....	16
图 22 : 2017-2022Q3 营业收入 .....	17
图 23 : 2017-2022Q3 归母净利润 .....	17
图 24 : 2017-2022Q3 销售费用率变动 .....	18
图 25 : 2017-2022Q3 管理费用率变动 .....	18
图 26 : 2017-2022Q3 销售净利率变动 .....	19
图 27 : 五糧液地理位置 .....	20
图 28 : 五糧液明清古窖池 .....	20



---

图 29 : 公司拥有专利 .....	22
图 30 : 贵州茅台产销存 .....	23
图 31 : 五粮液产销存 .....	23
图 32 : 产能利用率 .....	24
图 33 : 2021 年公司各板块收入占比 .....	24
图 34 : 五粮液 PE(TTM) .....	27
图 35 : 可比公司 P/E (TTM) .....	27
表 1 : 白酒企业主要产区分布 .....	6
表 2 : 未来三年收入成本毛利率预测表 .....	26
表 3 : 可比公司 PE (倍) 估值表 .....	28

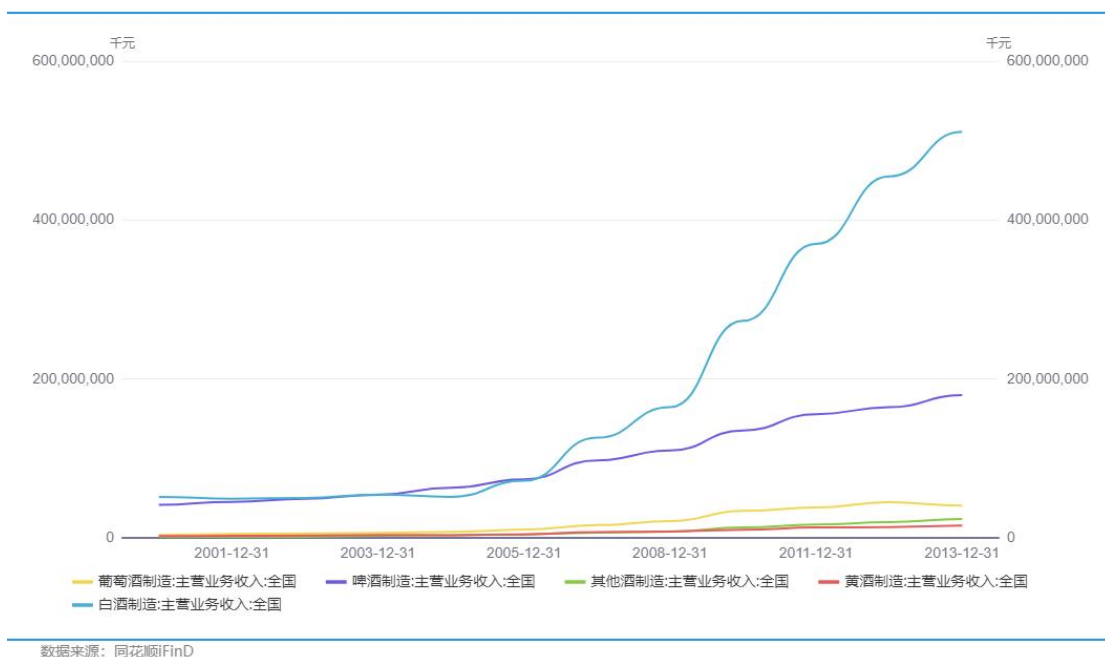
## 1. 公司所属行业情况分析

### 1.1. 行业基础信息及现状

#### 1.1.1. 白酒类型及分布情况

白酒行业在中国地位屹立不倒。中国五千年的历史长河中，白酒一直以来都是中国重要的行业之一。中国人对白酒有着一种特殊的情怀，是因为白酒的背后透露着中华文化和那份亲情，这也是葡萄酒、啤酒、其他各类酒无法取代的原因。根据数据显示，自2006年开始白酒行业销售收入遥遥领先，远超其他各类酒。

图 1：中国各类酒销售收入



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

**白酒行业主要分类与分布：**白酒主要分为酱香型、浓香型和清香型。浓香型代表有五粮液、泸州老窖、洋河、今世缘等，酱香型代表有贵州茅台、郎酒、习酒等，清香型代表有汾酒等。目前，我国白酒主要分布在长江、淮河、赤水河畔及黄河流域。白酒行业上市公司主要有：贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、洋河股份（002304）、泸州老窖（000568）、山西汾酒（600809）、顺鑫农业（000860）、古井贡酒（000596）、今世缘（603369）、口子窖（603589）、舍得酒业（600702）、水井坊（600779）、迎驾贡酒（603198）、老白干酒（600559）、酒鬼酒（000799）、伊力特（600197）、金徽酒（603919）、金种子酒（600199）、天佑德酒（002646）、\*ST 皇台（00995）。

表 1：白酒企业主要产区分布

白酒企业	分布
五粮液、泸州老窖、剑南春、舍得酒业、水井坊等	长江
洋河股份，今世缘、古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒等	淮河
贵州茅台、郎酒、习酒等	赤水河畔
山西汾酒、西凤酒等	黄河流域

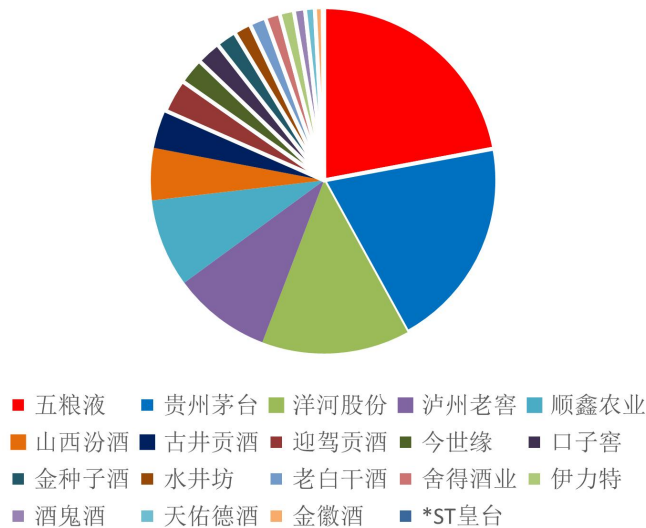
资料来源：华通证券国际研究部

### 1.1.2. 白酒行业的历史发展及目前竞争格局

白酒行业的发展历程：高速发展期-深度调整期-逐步回暖期-重回上升期

**高速发展期：**2001年-2010年是白酒行业的“黄金十年”，行业内高速发展，各个地方的口味、文化等差异，使得白酒行业发展保持全国性品牌与地方品牌长期共存的局面，市场呈现出“强者更强，弱者不失”的市场格局。2010年开始，行业市场竞争格局打开，各白酒生产企业开始进行品牌、渠道与资本的整合，通过改革、重组、资本动作等方式，以提高自身实力及扩大销售渠道，使得白酒行业的竞争变的十分激烈。

图 2：2011 年上市白酒企业收入

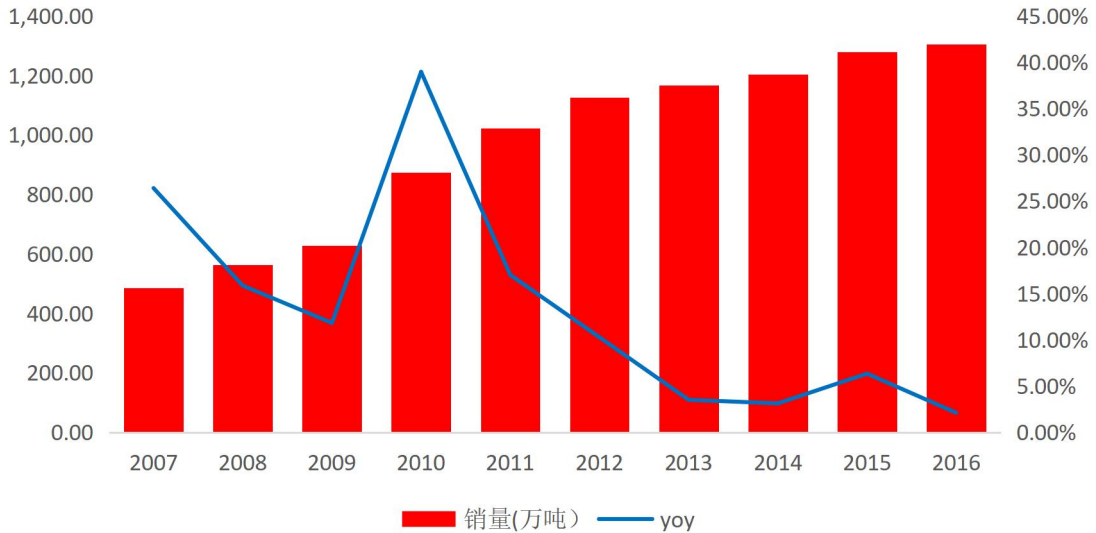


资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

**深度调整期：**2012年-2013年，白酒行业受宏观经济的影响和限制“三公”消费及反腐政策的限制，给白酒行业带来了巨大的打击，导致白酒企业收入呈现出断崖式下降。

**逐步回暖期：**2014年-2015年，行业开始转换向买方市场，需求结构转向商务和大众消费者，于是，定制酒、酒类电商等应运而生。2015年需求逐步回暖，创新型白酒和个性化白酒成为白酒业新一轮潮流，行业发展低谷期转入行业平稳发展阶段。

图 3：2007-2016 年白酒销量与增速



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

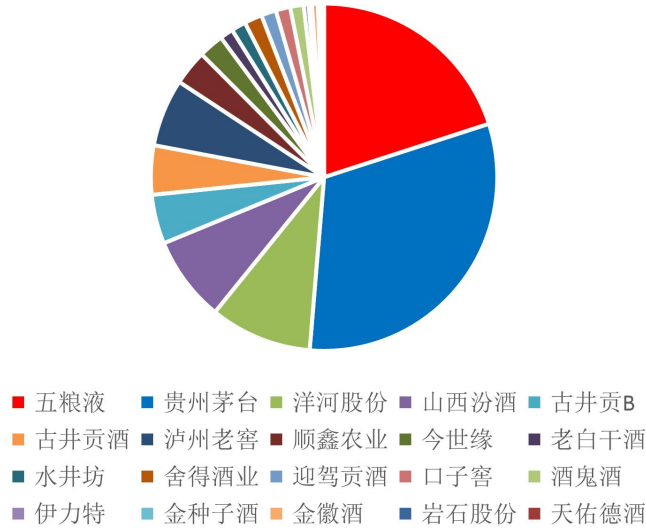
**重回上升期：**2016年以后，行业发展趋于稳定上升趋势。

**市场呈现两极分化：**2016年后，白酒新一轮上行趋势开始，但并非所有行业都在增长，白酒行业的整体景气已不复存在，而是进入了优胜劣汰、价格上涨和品牌竞争的时期。白酒行业规模以上企业由2016年的1578家减少至2021年的965家。

**白酒价格驱动市场发展：**2016年以来，白酒生产逐渐放缓，但行业收入稳步增长，价格上涨成为行业收入增长的核心驱动力。消费增长是拉动物价上涨的主要动力，这得益于中国经济的快速增长。

**白酒品牌集中化：**这一轮消费结构正在向商务和大众消费者转变，消费者对品牌和优质产品更感兴趣，白酒品牌呈现集中化的趋势。经历了2012-2013年白酒行业低迷后，优质白酒的需求成功转移。大众消费和商务消费逐渐成为名酒消费的主流，消费群体更加分散和健康。

图 4：2022Q3 上市白酒企业收入



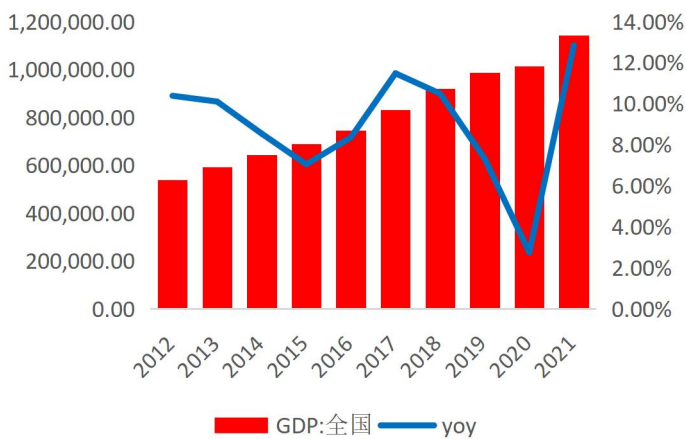
资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

## 1.2. 白酒行业未来发展趋势分析

### 1.2.1. 白酒行业未来成长空间

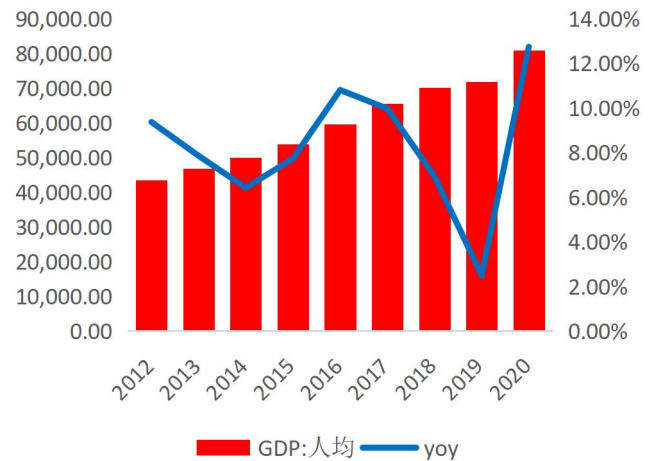
**坚实的消费基础：**随着我国社会经济的高速发展，人均 GDP 持续增长，从 2012 年国内生产总值 53.86 万亿元，到 2021 年国内生产总值达到 114.37 万亿元，整整翻了一倍多；人均生产总值也从 2012 年 39,771.37 元/人到 2021 年的 80,975.79 元/人；城镇居民和农村居民的人均食品烟酒消费支出也在不断攀升，消费水平也随之提升。

图 5：2012-2021 年全国 GDP



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

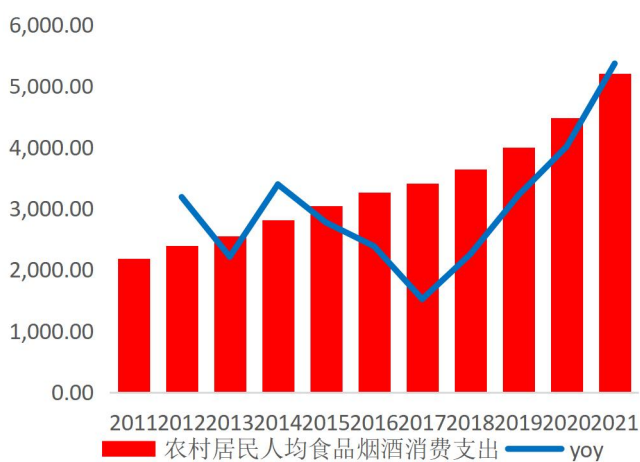
图 6：2012-2021 年我国人均 GDP



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

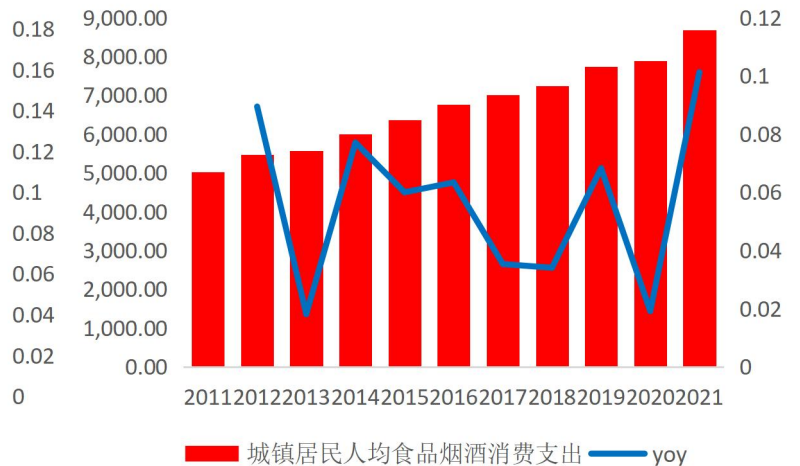


图 7：农村居民人均食品烟酒消费支出



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

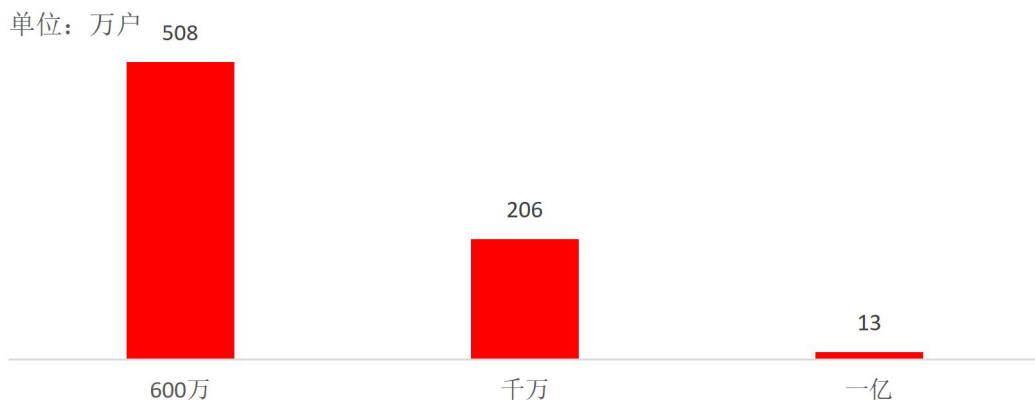
图 8：城镇居民人均食品烟酒消费支出



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

《2022 中国高净值人群家族传承报告》报告显示，中国拥有 600 万人民币净资产的富裕家庭数量达到 508 万户，拥有千万人民币家庭净资产的高净值家庭数量达到 206 万户，拥有一亿元人民币家庭净资产的超高净值家庭数量达到 13 万户，消费升级将成为行业长期增长的核心驱动力。同时，伴随着“少喝酒，喝好酒”消费升级概念，将带动高端酒市场不断扩容。

图 9：中国高净值人群数量

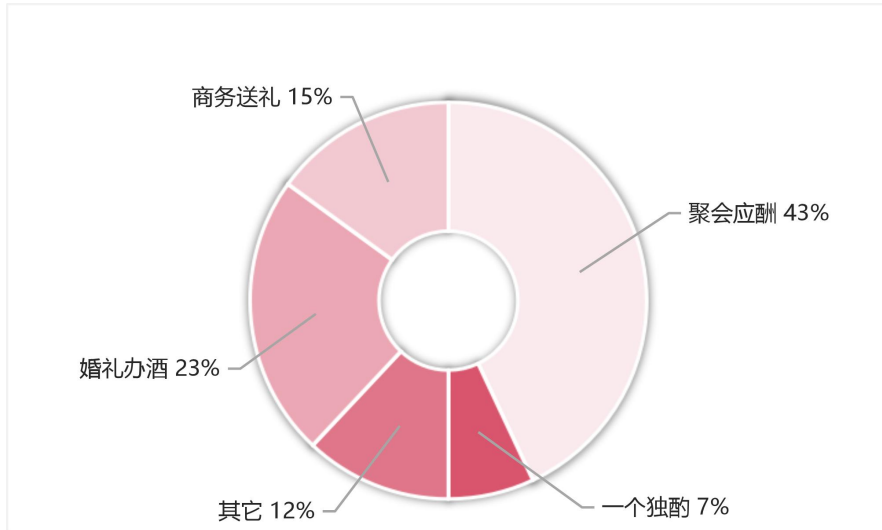


资料来源：胡润百富，华通证券国际研究部

白酒在生活中具有饮用、社交、金融三大属性。随着消费群体的转向升级，由政务消费到如今的大众消费和商务宴会，白酒的属性也逐渐变得多元化，在节假日、婚宴、聚会、商务宴请等较为重大活动中，更能表现出白酒的社交属性，而在社交属性的背后，中国人的面子礼节消费将白酒的消费推上更高一台阶——高端白酒消费。许多白酒爱好者将高端白酒收藏起来，也基于白酒不会过期，而只会越放越陈，越陈越值钱。根据京东超市《中国白酒消费趋

势报告 (2022)》数据显示, 现购买白酒 43%用于聚会应酬, 23%用于婚礼办酒, 15%用于商务送礼, 7%用于一个独酌, 12%用于其他。

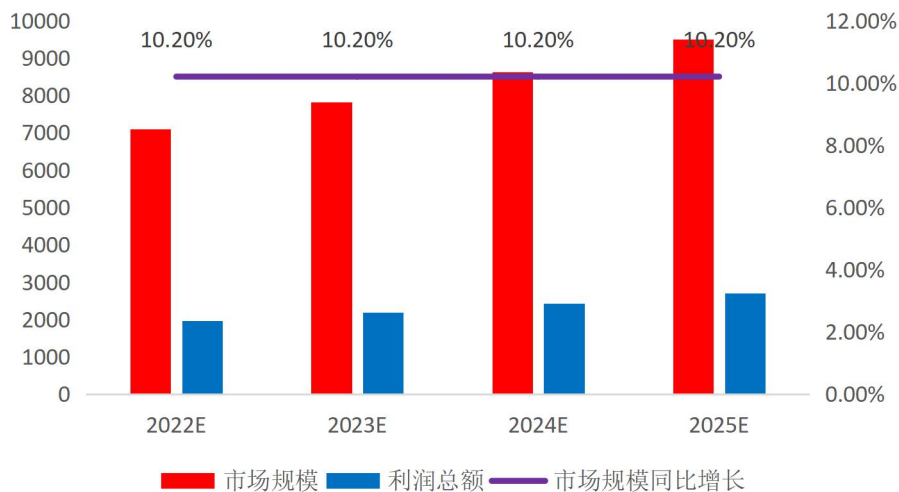
图 10: 白酒使用场景分布



资料来源: 京东超市, 华通证券国际研究部

据艾媒咨询数据显示, 2023 年我国规模以上白酒企业市场规模将达到 7,818 亿元, 同比增长率为 10.2%。数字化赋能酒业, 助力白酒业降本增效。“线上+线下”消费的结合, 使得白酒行业未来三年呈现稳定发展态势。整体市场将继续保持 10.2%的增长, 预计 2025 年收入将达到 9,500 亿元, 利润将达到 2,700 亿元。

图 11: 中国白酒市场规模及预测

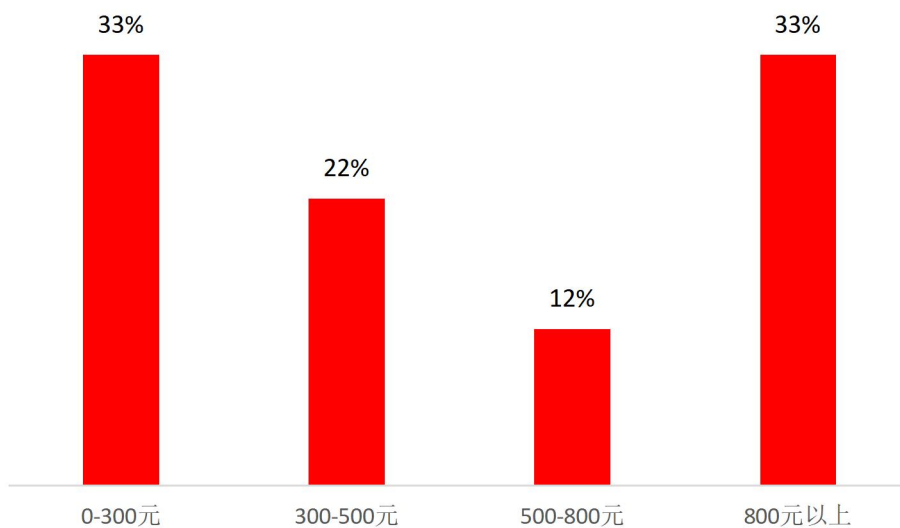


数据来源: 艾媒数据中心, 华通证券国际研究部

### 1.2.2. 白酒行业发展趋势

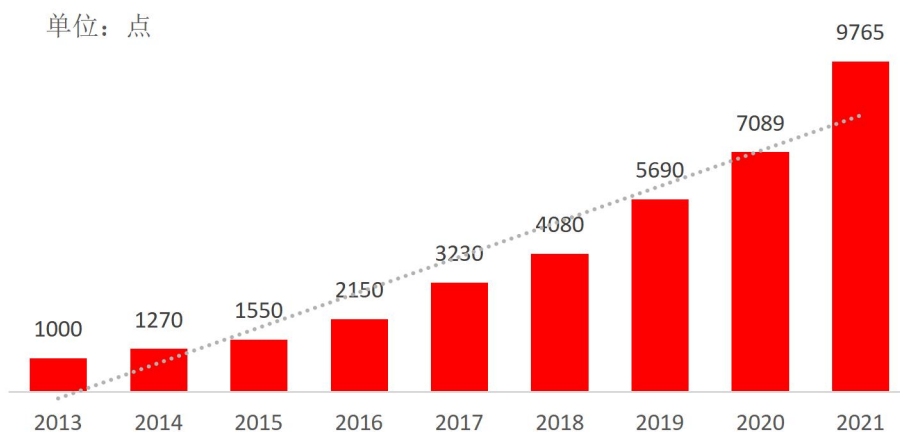
**消费需求两极分化：**据京东超市《中国白酒消费趋势报告（2022）》数据显示，300元以下白酒和800元以上高端白酒消费相对较高。鉴于消费升级和消费者对品质的追求，800元以上的高档酒消费相对较高。年份酒被认为是高品质酒的重要指标，其价格也随着“年份”水涨船高。因而消费者对酒类消费不再仅仅局限于餐桌上的饮用，已经渗透到投资、送礼等领域，甚至在日常交往和高端社交中扮演着特殊的“社交货币”角色，消费者对高端白酒的关注度越来越高。另一方面，消费者也注重性价比，在独自喝酒或家庭聚会时更愿意购买300元以下的白酒。

图 12：2022 年不同价位酒销售额占比



数据来源：京东超市，华通证券国际研究部

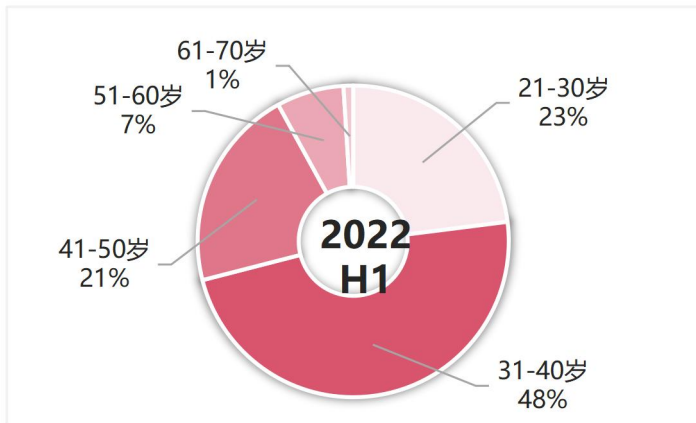
图 13：年份酒价格涨幅



数据来源：京东超市，华通证券国际研究部

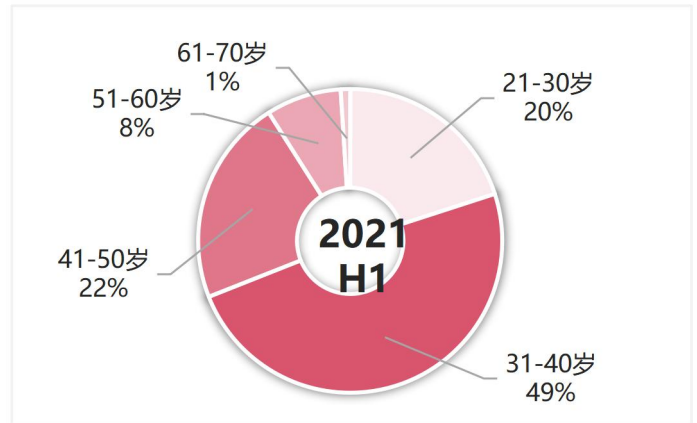
**消费群体年轻化：**京东超市《中国白酒消费趋势报告（2022）》，数据显示白酒消费群体中，21-30岁的白酒购买用户消费占比为23%，31-40岁的购买用户消费占比为48%，41-50岁的购买用户消费占比为21%，51-60岁消费占比为7%，60岁以上为1%。其中，21-30岁的消费者增速最快，31-40岁的消费占比最高，仍是购买白酒的核心群体。数据表明，白酒消费人群正在年轻化，年轻人正在成长为白酒消费的主力军。

图 14：2022 年白酒消费年龄分布



数据来源：京东超市，华通证券国际研究部

图 15：2021 年白酒消费年龄分布



数据来源：京东超市，华通证券国际研究部

**消费群体复购率高：**京东超市《中国白酒消费趋势报告（2022）》，数据显示消费者平均每两个月下单近三次，超六成回头客购买间隔不超 4 天。2022 年上半年白酒销量保持持续增长，白酒消费者月平均购买频次达 1.44 次；近八成消费者购买件数主要集中在 1~2 件；有多次购买行为的白酒消费者，平均购买间隔天数为 4.61 天，其中 42.22%的消费者购买间隔天数不超过 2 天。

**营销渠道多样化：**随着互联网电子商务的发展，白酒的网络话题越来越火，白酒线上消费的趋势更加明显，趣味酒类知识 APP、以酒会友的兴趣社群等将带动白酒的线上消费，线上销售将成为白酒行业发展的重要渠道。随着互联网的不断普及和优化，网购白酒也被越来越多的消费群体所接受。调查显示，超过半数的消费者更愿意网购白酒。年轻人偏好网络购物，对线上购买白酒较大年龄层更容易接受。数据显示，“18-29 岁”的年轻用户选择网购比例为 78%，比“30 岁以上”的用户高出 28pct。当消费者习惯线上消费白酒后，直播、短视频等线上销售渠道将成为白酒行业竞争的新趋势。

图 16：白酒消费者线上购买意愿分布



数据来源：京东超市，华通证券国际研究部

## 2. 公司主要经营情况分析

### 2.1. 公司竞争优势分析

#### 2.1.1. 公司主营业务及产品介绍

1915年的巴拿马万国博览会上，中国的美酒以其卓越的品质享誉海内外，这就是五粮液。“五粮液”之名源于1909年宜宾的一场名士雅集。宴会上，晚清举人杨惠泉被这种用高粱、大米、糯米、小米、玉米五种谷物酿造的“杂粮酒”所吸引，特命名为“五粮液”，取意“集五粮之精华而成玉液”。从此，中华名酒五粮液之名便逐渐打响了。

五粮液集团公司（以下简称公司）是一家以酒业为核心，涉及智能制造、食品包装、现代物流、金融投资、健康产业等领域的特大型国有企业集团。其主导产品五粮液酒历史悠久，文化底蕴深厚，是中国浓香型白酒的典型代表与著名民族品牌，多次荣获“国家名酒”称号，并首批入选中欧地理标志协定保护名录。2019年，公司销售收入突破1000亿元；2020年，五粮液市值突破万亿。五粮液品牌价值逐年攀升，名列“Brand Finance 2022 全球品牌价值500强”、2022年“全球最具价值烈酒品牌50强”、2022年“中国500最具价值品牌”。

图 17：五粮液公司



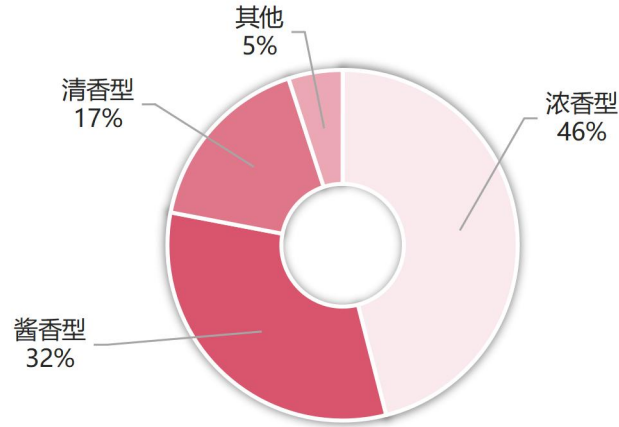
图 18：五粮液名字的由来



数据来源：公司官网，华通证券国际研究部

根据京东超市《中国白酒消费趋势报告（2022）》数据显示，浓香型白酒成交占比 46%，酱香型白酒 32%，清香型 17%，浓香型白酒仍占据市场主导地位。五粮液，浓香型白酒的典型代表，是我国四大名酒之一，有“五粮液酒、天下第一酒”之称。

图 19：白酒分类成交额占比



数据来源：京东超市，华通证券国际研究部

**产品体系。**公司致力于在全球范围内打造品类齐全的酒类品牌组合，产品覆盖 39°、45°、52°、56°、60°、68°、72°等高中低各酒度，形成满足不同层次消费者需求的全产品供应链体系：一是五粮液主品牌系列，包括以第八代五粮液为代表的代际系列，以 501 五粮液为代表的古窖系列，以经典五粮液为代表的年份系列，以生肖造型酒为代表的文化定制系列；二是五粮浓香酒品牌，包括以五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄为重点的四个全国性战略大单品，以五粮头曲、五粮人家、友酒、百家宴、火爆为补充的区域重点品牌；三是仙林生态品牌，包括以仙林品牌为代表的草本露酒，以百麓、舒醺、小酌时光品牌为代表的特色果酒，以亚洲品牌为代表的原汁灌装葡萄酒。

**“1+3”品牌战略体系：**“1+3”中“1”围绕核心大单品第八代经典五粮液，“3”则围绕高端化、国际化、时尚化为维度，打造超高端 501 五粮液（即明池、清池系列）、经典五粮液和低度经典五粮液。

图 20：五粮液“1+3”品牌战略图



资料来源：公司官方商城，华通证券国际研究部

**第八代经典五粮液**作为公司核心产品，在继承和延续经典的基础上，秉承“精益求精”的工匠精神，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，尤以酒味全面而著称”的独特风格；在包装上精益求精，更具质感，开启更便利，体验感更好；在溯源防伪方面，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。第八代五粮液作为公司核心大单品，成为公司高市场份额核心支柱。

**501 五粮液**是五粮液集团打造的战略性超高端产品“501 五粮液·明池酿造”和“501 五粮液·清池酿造”。五粮液以“三个限定”将 501 系列打造成为超高端白酒王冠上的明珠，三个限定分别是每一瓶 501 五粮液均出至 501 车间，每一滴 501 五粮液必须选自国宝明清古窖池，每一位酿酒匠人都经过严格的挑选，且必须具备 30 年以上的酿酒经验。物以稀为贵，酒以窖为尊，五粮液集团以限定车间、限定窖池、限定匠人的三个限定，进一步聚焦 501 白酒的独特、稀缺、高端性，放大收藏金融属性，拉高品牌定位。

经典五粮液作为公司战略性高端年份大单品，定价 2899 元/瓶，造型方面延续经典梅型瓶设计，暗金色的瓶盖，上印五粮液公司 logo，四周镌刻水纹花纹，瓶颈处雕刻着菱形花纹，瓶身商标以宫墙红为主，岁月流金立体字样，代表着其承载着岁月而来。品质方面经典五粮液完全按照传统陶坛储存方式陈酿十年以上的五粮酒基。口感更加醇厚丰满、细腻圆润。工艺方面经典五粮液在蒸馏取酒时，由感官鉴定经验丰富的酿酒技师严格按照五粮液基酒质量标准来分级摘酒，100 斤酒只能出 15 斤左右的五粮液基酒。而“经典五粮液”，则是在五粮液的基酒当中再次甄选，具有“百里挑一”的品质。经典五粮液在普五的基础上再建高端竞争力，公司前瞻性布局 2000-3000 元价位带，为不同层次消费者需求提供了更多高品质的选择，公司有意将经典五粮液打造为新的增长点，发力北上广深蓉五大重点城市，拓展企业营销，完善高端产品价格体系。

**“4+4”品牌战略体系：**五粮液集团近年来着力清理子品牌，优化产品结构，面对系列酒品牌力薄弱问题，公司提出了三个聚焦原则，即向核心品牌、向自营品牌、向中高价位品牌聚焦。并且做出三个发展思路，即做强自营品牌、做大区域品牌、做优总经销品牌，努力打造全国性战略大单品和区域性重点产品。基于以上指导方向，公司订立“4+4”系列酒产品矩阵，“4+4”即以系列酒产品，打造全国性的战略大单品和区域性的重点产品，形成以五粮春、五粮醇、五粮头特曲、尖庄 4 个全国性大单品，以五粮人家、友酒、百家宴、火爆为补充的 4 个区域重点品牌。

图 21：五粮液“4+4”品牌战略图



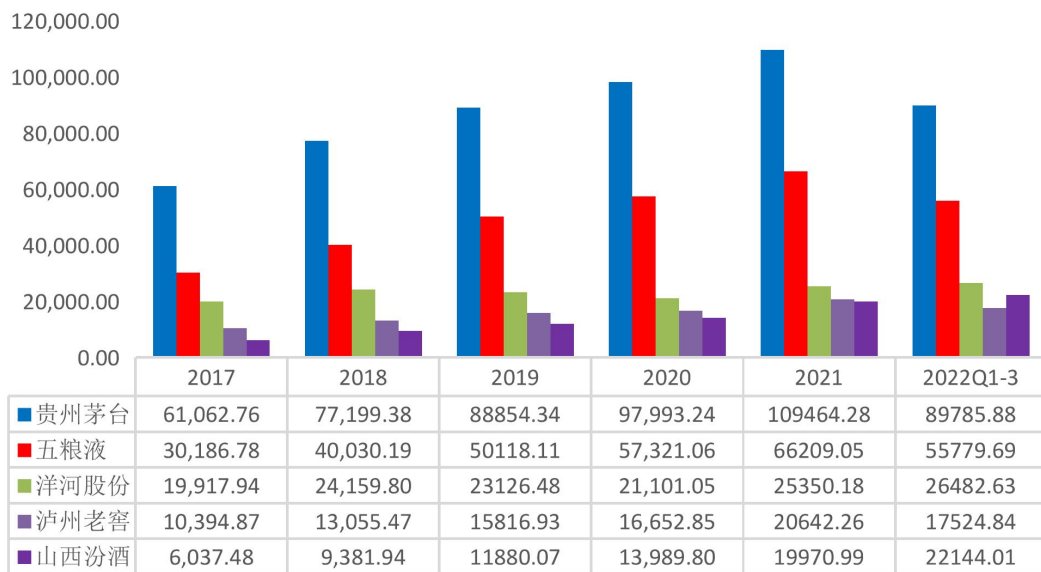
资料来源：公司官方商城，华通证券国际研究部



## 2.1.2. 强者恒强，业绩领先

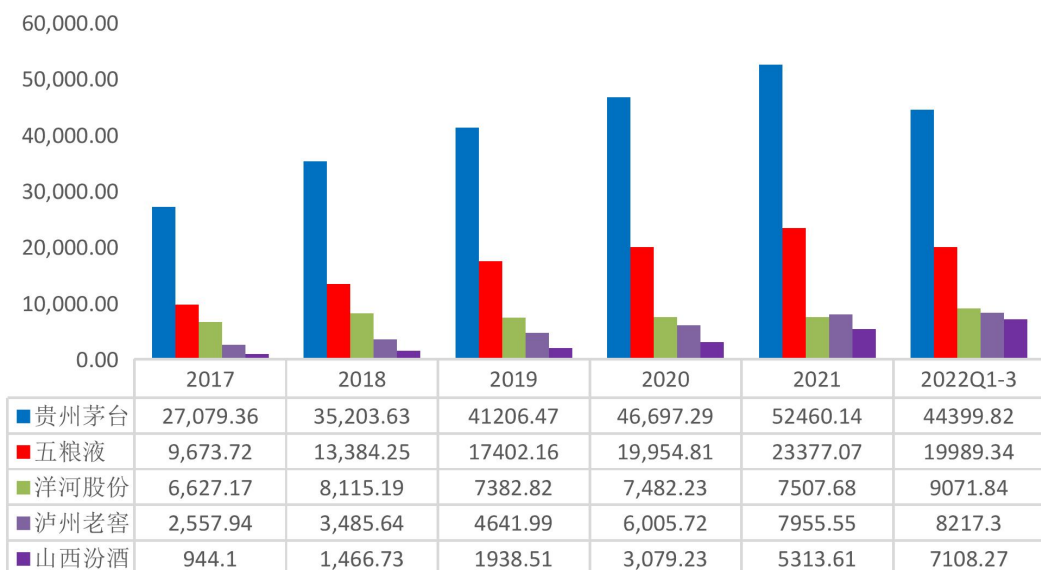
五粮液为我国白酒龙头企业，业绩领先行业其他品牌，营业收入和利润均保持双位数稳定增长。2018-2021年，公司实现营业收入 40,030.19/50,118.11/57,321.06/66,209.05 百万元，同比增长 32.61%/25.2%/14.37%/15.51%，CAGR 为 21.7%，实现归母净利润 13,384.25/17,402.16/19,954.81/23,377.07 百万元，同比增长 38.36%/30.02%/14.67%/17.15%，CAGR 为 24.68%，高于营业收入年复合增长率，业绩行业领先。白酒行业历经几番起起伏伏，越是高端酒越是追求品牌与品质，五粮液作为老牌浓香王者，拥有其独特的配方与酿酒专业技术，使其壁垒更强。

图 22：2017-2022Q3 营业收入



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

图 23：2017-2022Q3 归母净利润



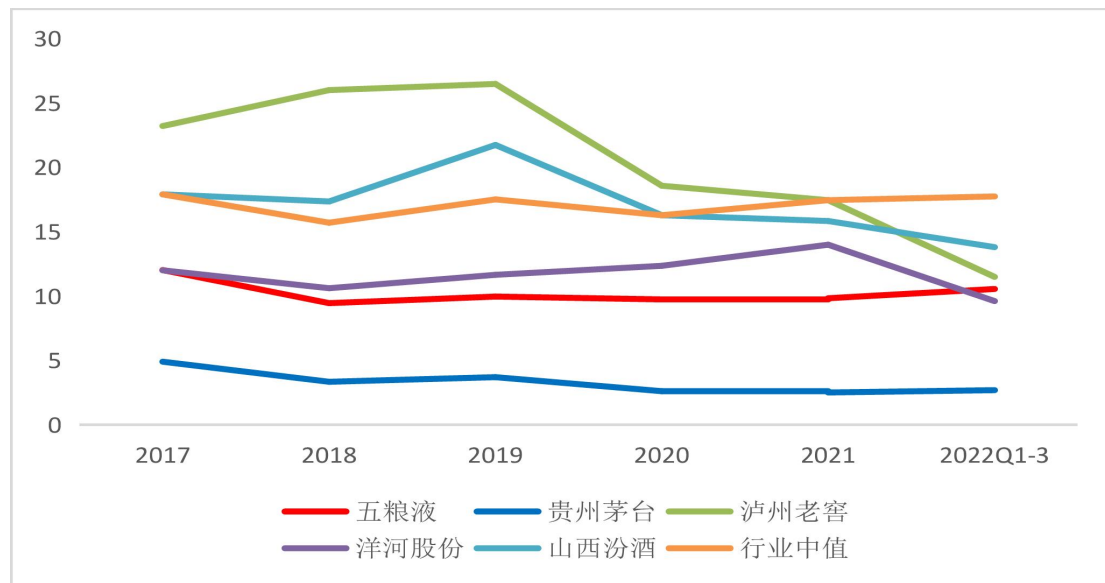
资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

### 2.1.3. 公司与可比公司、行业中值比较分析

综合考虑公司规模、经营情况等因素，我们选取泸州老窖、古井贡酒、洋河股份、贵州茅台、山西汾酒作为可比公司，同时结合白酒行业中值进行同业比较分析。

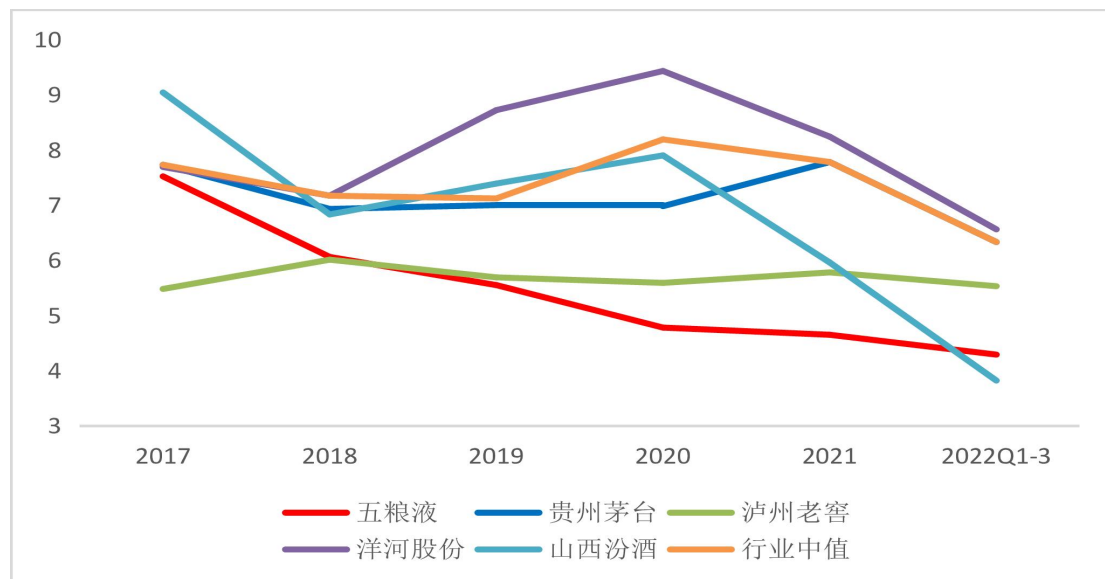
**公司费用变动：**自 2018 年开始，公司销售费用率均保持在 10% 左右，行业中值在 15%-18% 之间。公司倡导降本提效，费用持续优化，管理费用逐年下降，从 2017 年 7.52% 下降至 2021 年 4.29%，行业中值在 7%-8% 之间，公司管控费用明显优于其他同类品牌。公司财务费用率较稳定，长期保持在 -3% 左右。

图 24：2017-2022Q3 销售费用率变动



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

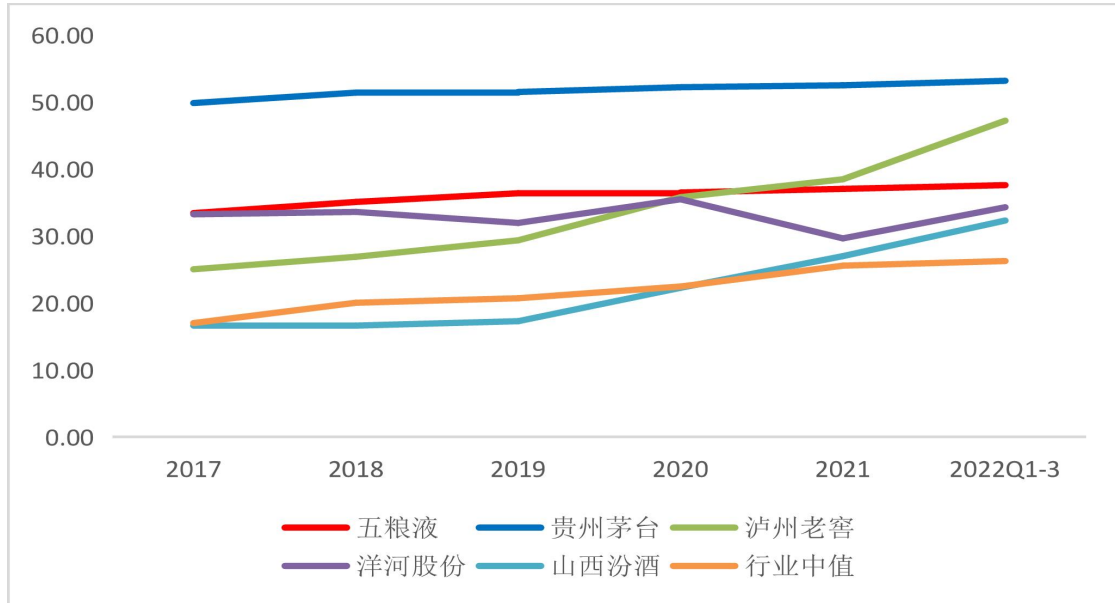
图 25：2017-2022Q3 管理费用率变动



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

公司销售净利率保持稳定小幅上升趋势，上升幅度稍显弱，但仍处于行业领先地位，销售净利率 2022 年三季度报为 37.58%，行业中值为 26.26%

图 26：2017-2022Q3 销售净利率变动



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

#### 2.1.4. 公司核心竞争优势

**独有的自然生态环境，打造五粮液唯一性。**宜宾属亚热带到暖湿带的立体气候，山水交错，常年温差和昼夜温差小，湿度大，土壤丰富，有水稻土、新积土、紫色土等六大类优质土壤，非常适合种植糯、稻、玉米、小麦、高粱等作物。而这些正是酿造五粮液的主要原料。特别是宜宾紫色土壤种植的高粱，所含淀粉大多为支链淀粉，是五粮液独有的酿酒原料。而五粮液筑窖和喷窖用的弱酸性黄粘土，粘性强，富含磷、铁、镍、钴等多种矿物质，尤其是镍、钴这两种矿物质只有五粮液培养泥中才有微弱量，其他酒厂的培养泥中都没有。这个生态环境非常有利于酿酒微生物的生存。五粮液的生产需要 150 多种空气和土壤中的微生物参与发酵，因此，必须要有能适应 150 多种微生物共生共存的自然生态环境，而这样的环境只有在万里长江第一城的宜宾才能找到。自然的天成给予了五粮液独一无二的天时地利之美，这使得五粮液更具独有性。

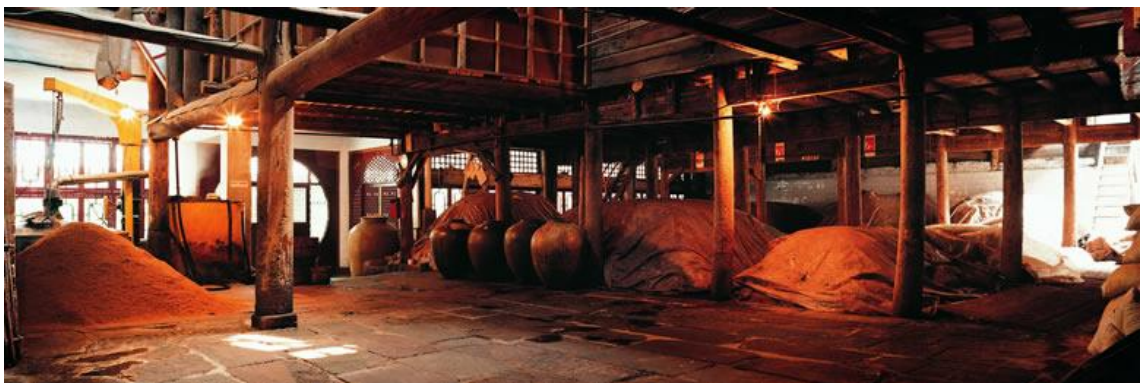
图 27：五粮液地理位置



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

浓香好白酒，必有好“老窖”。占中国白酒消费大半的浓香型白酒，那份浓香由何而来？作为浓香型白酒不可复制的核心优势资源，公司拥有一大批连续发酵不间断使用的古窖池群，最早始于 1368 年（明初洪武元年）的五粮液古窖池群，活态酿造延续至今，不间断生产时间长达 654 年，是全国重点文物保护单位；五粮液窖池群及酿酒作坊被列入“国家工业遗产”，并入选中国世界文化遗产预备名单；五粮液地穴式曲酒发酵窖古窖泥中含有丰富的功能微生物，通过“以糟养窖，以窖养糟”长期不间断地迭代进化，赋予了五粮液经典幽雅的古窖浓香，五粮液明初古窖泥被中国国家博物馆永久收藏，是国家博物馆目前收藏的唯一一件“活文物”。而为了承续这份醇美，五粮液依托源自明初的地穴式曲酒发酵古窖池群，延续 650 多年不断发酵的微生物群在古窖池之中生生不息。千年岁月洗尽铅华，可五粮液却始终坚持着传统酿造技艺，维系着古酒真味，不间断反复酿造过程中，自然富集、筛选和驯化出对酿酒有益的微生物，这些栖息在古窖泥内的微生物代代繁衍，已形成一个数量和种类都极其庞大的微生物群落。古窖池群作为公司不可复制的优势核心资源，成为缔造经典五粮液优雅古窖香的基石，见证和经历了中国浓香型白酒的起源与发展。

图 28：五粮液明清古窖池



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

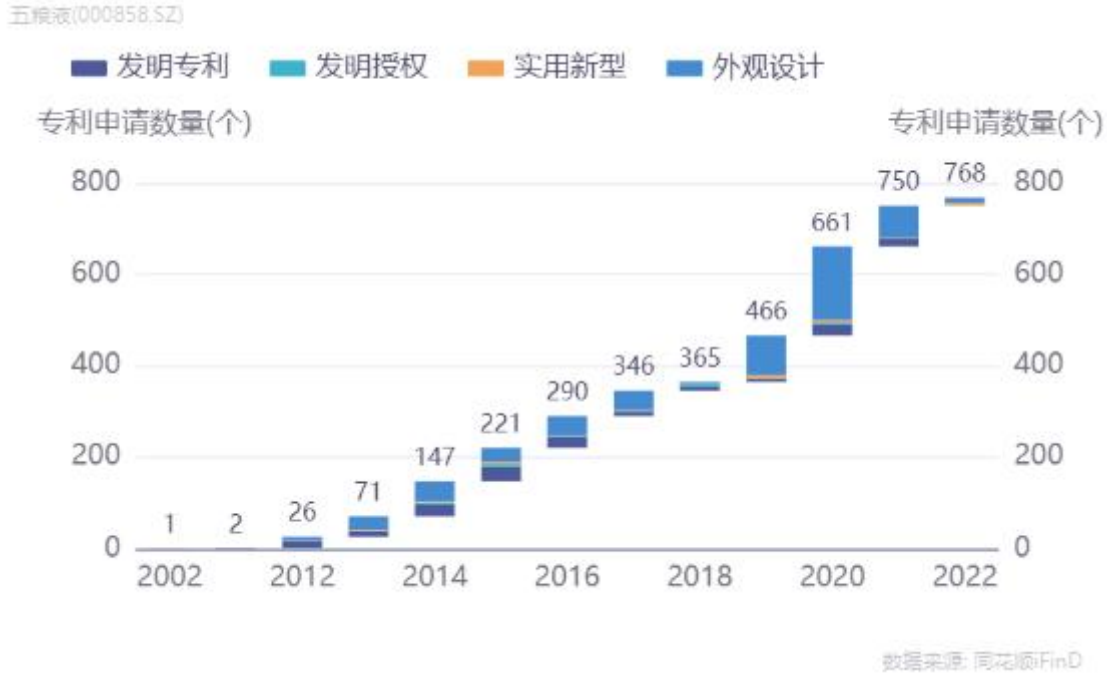


**独有五种粮食配方，酿造品质卓越白酒。**五粮液一直沿用《陈氏秘方》的特殊工艺，采用小麦、大米、糯米、高粱、玉米 5 种粮食作为酿制五粮液的原料，而五种粮食的配方，更将不同粮食的香气和产酒的特点融合在一起，形成了“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、各味谐调、恰到好处、尤以酒味全面而著称”的风格特点，在浓香型白酒中独占鳌头。粮为酒之本，好酒是酿出来的，更是“种”出来的。粮食种植是酿造高品质美酒的重要环节之一。公司地处北纬 30° 黄金酿酒带，为确保原粮品质，以宜宾为核心、四川为主体，兼顾国内部分优质产区，五粮液在全国范围内升级建设专用粮基地百万亩，种植酿酒所需专用粮。通过对育、种、收、储、运、交各环节标准化、精准化、智慧化的科学管理，全面提升酿酒原粮品质，实现“从一粒种子到一滴美酒”的全过程 100%可溯源,持续酿造高品质美酒，满足消费者对美好生活的追求。

**独有的酿造工艺使五粮液十里酒城上空形成了独有的微生物圈。**五粮液的工艺技术是独有的，采用独有的“包包曲”作为空气和泥土中的微生物结合的载体，非常适合酿造五粮液的 150 多种微生物的均匀生长和繁殖，“包包曲”作为糖化发酵剂，发酵的不同温度，形成不同的菌系、酶系，有利于酯化、生香和香味物质的累积，构成产品的独特风格。五粮液独有的传统工艺，采用“跑窖循环”、“固态续糟”、“双轮底发酵”等发酵技术；采用“分层起糟”、“分层蒸馏”、“按质并坛”等国内白酒行业中独特的酿造工艺。五粮液几千年不断提升和积累起来的酿造技术、独有的工艺和微机勾兑专家系统、微机配料系统、信息管理局域网以及科学、系统的标准，使五粮液集团上空形成了独有的微生物圈。

**五粮液品牌壁垒深厚。**五粮液历史悠久，其多粮固态酿造历史传承逾千年，历经盛唐时期的“重碧酒”、北宋时期的“姚子雪曲”、明初的“杂粮酒”、晚清的五粮之精华而成玉液”，直至今日五粮液酒作为“中国浓香第一酒”。五粮液品牌历史悠久，同时也是公司核心资产。其高端白酒品牌地位在人们心中已根深蒂固，难以撼动，是公司最为核心的竞争壁垒之一。自 1915 年获巴拿马万国博览会金奖，五粮液酒又相继在世界各地的博览会上，共获 39 次金奖。1995 年再获巴拿马第十三届国际贸易博览会金奖，铸就了五粮液“八十年金牌不倒”的辉煌业绩；2002 年 6 月，在巴拿马“第 20 届国际商展”上又一次荣获白酒类唯一金奖，续写了五粮液百年荣誉。五粮液品牌连续 6 年荣登《世界品牌 500 强》，连续 17 年荣登《亚洲品牌 500 强》。2022 年以 305.17 亿美元的品牌价值排名世界第 239 名，以品牌价值指数 932.58 排名亚洲第三十三。

图 29：公司拥有专利



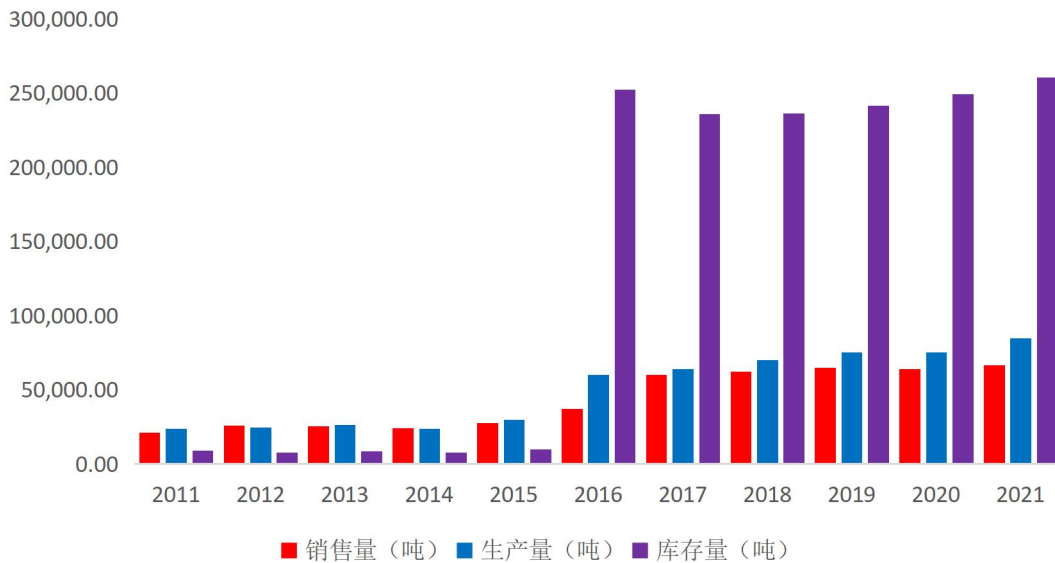
资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

## 2.2. 公司积极扩张产能，增强酿酒实力

五粮液历经 5 次扩建，为“十四五”目标再次扩张。五粮液得名于百年前，1959 年，“宜宾五粮液酒厂”正式命名，从那时之后的 40 多年间，五粮液经历了 5 次大的扩建。第一次是 1958 年，国家拨款 60 万元，建成了金沙江南岸的“跃进区”，完成了第一次扩建，使全厂产酒能力达到 1141 吨，构成了五粮液酒厂的最初规模。第二次是 1979 年，投资 1800 万元在岷江北岸修建了新的生产区，占地 9.96 万平方米，产酒能力达到 4440 吨。第三次是 1986 年，投资 2500 万元在江北主厂区新建了占地 22.8 万平方米的 3000 吨车间，全厂总产量达到 1 万吨。第四次是 1992 年—1994 年。投资 8 亿元，完成了 8 项建设，面积达 20 万平方米。建成了横卧酒圣山下的两幢排列着 6000 口窖池的世界最大酿酒车间，使全厂产酒能力达到 9 万多吨。第五次扩建是 1995 年—2002 年，这是五粮液集团公司高速跨越式发展期。1995 年又投资 1.5 亿元进行配套工程建设。1997 年，完成了年包装能力为 8 万吨的中国第一的勾兑中心建设。1998 年，在原宜宾五粮液酒厂基础上经公司制改造为集团有限公司。1999 年 1 月，又建成具有世界先进水平占地 1.5 万平方米的现代大型塑胶包装车间。2000 年，投入巨资建成了产能 4 万吨的酿酒车间。公司在孜岩山下、荡平数座小山，建起了是以五粮液系列酒生产为主业，涵盖塑胶加工、模具制造、印务、药业、果酒、电子器材、运输、外贸等多元化经营的特大型企业集团。至此，五粮液集团成为占地 7 平方公里的“十里酒城”。成为“千年酒都”宜宾的象征。

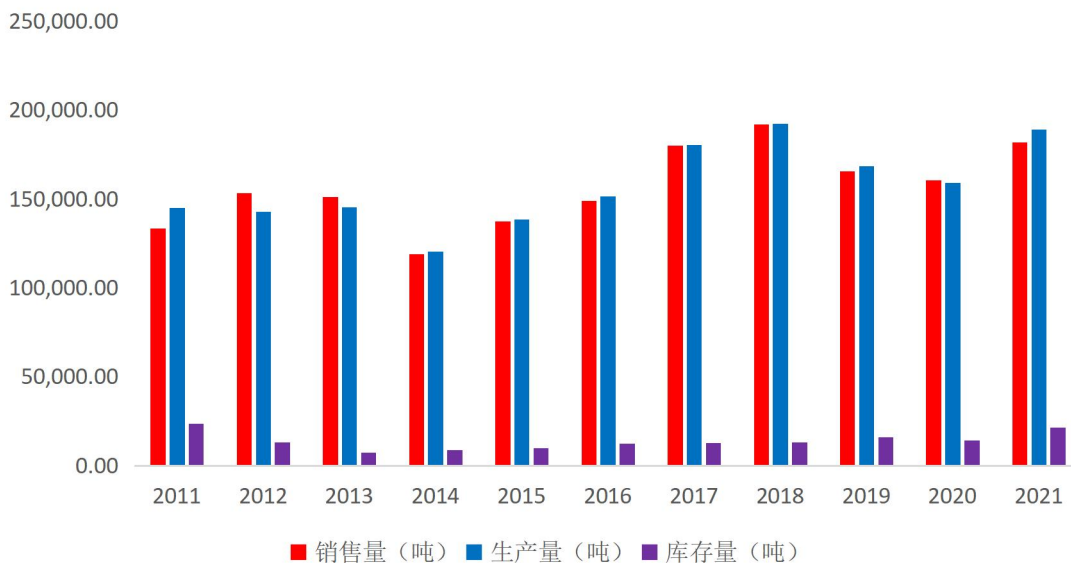
目前，五粮液总产能在 20 万吨左右，虽然整体产量在行业内位于前位，但其产存量仍不及茅台。自 2012 年以来，五粮液产销率均保持在 100% 左右，但基于白酒行业存货的特殊性，即越放越陈，越陈越值钱的原则，五粮液的存货不及茅台，不利于其抢占高端市场。增产扩容是实现五粮液产能和销量提升的关键，同时也是保持公司高端酒市场竞争地位的重要途径。根据公司公告，公司按照“十四五”发展战略规划，积极扩张产能，将投资 486.104.3 万元建设 15 栋酿酒车间、8 栋收酒房及相关配套设施。根据公司“十四五”规划，预计“十四五”期间将突破 100 万吨的储存量。

图 30：贵州茅台产销存



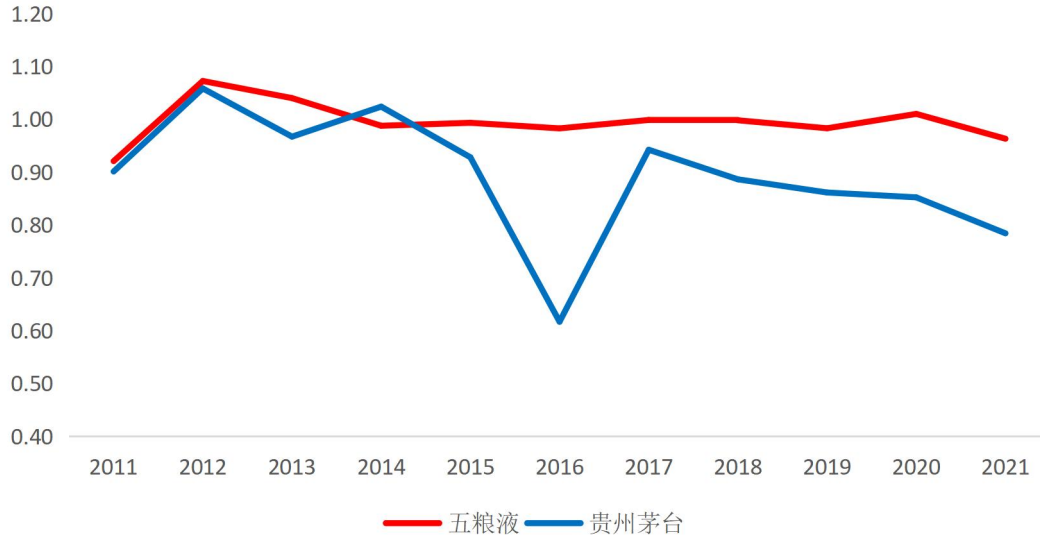
资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

图 31：五粮液产销存



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

图 32：产能利用率

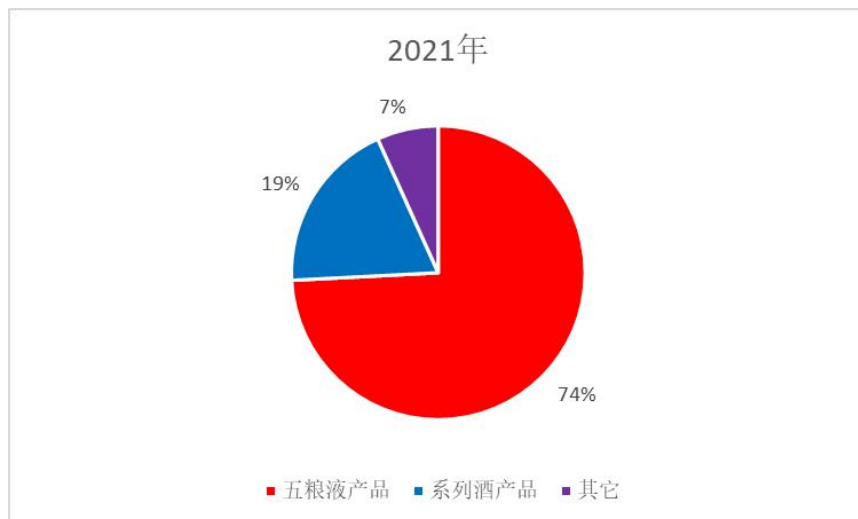


资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

### 2.3. 公司未来盈利预测

公司主营业务收入主要分为五粮液产品、系列酒产品及包装印刷其他类，其中五粮液产品及系列酒产品为公司收入主要贡献来源。2021 年公司实现收入 66,209.05 百万元，其中五粮液产品、系列酒产品、其他实现收入分别为 49,112.01 百万元/12,619.83 百万元/4,477.21 百万元，分别占公司整体收入的 74%/19%/7%。

图 33：2021 年公司各板块收入占比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

**量价齐升趋势不改。**随着经济的恢复，全国居民可支配收入提升和高净值人群增加的趋势不改，高端白酒扩容趋势显著，市场需求进一步向龙头企业集中。五粮液一直坚守高端市场，产品结构不断优化，具备强势的提价能力，加强其盈利能力。随着五粮液产品全面导入市场后带动品牌力提升，系列酒坚持不断清理优化，且企业的品牌、酿酒技术、资产等核心竞争





优势具有不可复制性，公司在高端白酒品类壁垒极高，为五粮液量价齐升夯实了坚实的基础。

**五粮液产品：**①销量：2020年销量为28,139吨，较2019年增量5%，2021年销量29,203吨，较2020年增量3.78%，预计2022-2024年销量增长分别为4.5%/6%/5.5%。②售价：2020年售价156.58万元/吨，较2019年增长8%，2021年售价168.17万元/吨，较2020年增长7.01%，预计2022-2024年价格增长分别为5%/5.5%/4%。③毛利率：2020-2021年毛利率为84.95%和85.59%，预计2022-2024的毛利率分别为85.91%/86.07%/86.15%。

**系列酒产品：**①销量：2020年销量为132,304吨，较2019年增量-5%，2021年销量152,572吨，较2020年增量15%，预计2022-2024年销量增长分别为12%/11%/10%。②售价：2020年售价6.33万元/吨，较2019年增长15%，2021年售价8.27万元/吨，较2020年增长31%，预计2022-2024年价格增长分别为15%/12%/10%。③毛利率：2020-2021年毛利率为55.68%和59.67%，预计2022-2024的毛利率分别为61.67%/62.66%/63.16%。

**包装印刷其它类：**其它收入占比公司总收入不大，预计2022-2024年每年增长5%。

综上整体来看，中长期消费力的提升推动高端白酒市场扩容，预计公司维持稳定双位数增长的确定性较高。预计2022-2024年营业收入分别为74,843.56/85,406.64/95,754.58百万元，同比增长13.04%/14.11%/12.12%；在量价齐升的背景下，预计2022-2024年毛利率分别为75.66%/75.92%/75.95%。



表 2：未来三年收入成本毛利率预测表

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	57321.06	66209.05	74843.56	85406.64	95754.58
yoy	14.37%	15.51%	13.04%	14.11%	12.12%
毛利率	74.16%	75.35%	75.66%	75.92%	75.95%
<b>一、酒类收入</b>					
营业收入 (百万元)	52434.07	61731.84	70142.49	80470.52	90571.65
yoy	13.24%	17.73%	13.62%	14.72%	12.55%
毛利率	80.28%	80.29%	80.29%	80.19%	79.94%
<b>1) 五粮液产品</b>					
营业收入 (百万元)	44060.63	49112.01	53888.15	60263.12	66120.70
yoy	13.92%	11.46%	9.73%	11.83%	9.72%
毛利率	84.95%	85.59%	85.91%	86.07%	86.15%
销量 (吨)	28139.00	29203.00	30517.14	32348.16	34127.31
yoy	5.00%	3.78%	4.50%	6.00%	5.50%
吨价 (万元/吨)	156.58	168.17	176.58	186.30	193.75
yoy	8.00%	7.01%	5.00%	5.50%	4.00%
<b>2) 系列酒产品</b>					
营业收入 (百万元)	8373.44	12619.83	16254.34	20207.40	24450.95
yoy	9.81%	50.71%	28.80%	24.32%	21.00%
毛利率	55.68%	59.67%	61.67%	62.66%	63.16%
销量 (吨)	132304.00	152572.00	170880.64	189677.51	208645.26
yoy	-5.00%	15.00%	12.00%	11.00%	10.00%
吨价 (万元/吨)	6.33	8.27	9.51	10.65	11.72
yoy	15.00%	31.00%	15.00%	12.00%	10.00%
<b>二、其他</b>					
营业收入 (百万元)	4886.99	4477.21	4701.07	4936.12	5182.93
yoy	28.10%	-8.39%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	8.54%	7.24%	6.59%	6.27%	6.10%

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

### 3.2022-2024 年公司整体业绩预测

参考公司过往三年一期的期间费用率趋势，结合公司降本增效的相关措施实施，我们预测 2022 年-2024 年公司销售费用率分别为 9.83%/9.80%/9.82%，管理费用率分别为 4.3%/4.25%/4.20%，研发费用率保持在 0.25%。

综上，预测 2022 年-2024 年公司归母净利润分别为 26,408.51/30,351.60/34,102.32 百万元，同比增长为 12.97%/14.93%/12.36%；摊薄 EPS 分别为 6.8/7.28/8.79 元/股，同比增长分别为 12.97%/14.93%/12.36%。（公司预测期间详细财务报表和主要指标资料请见报告正文末附表）。

### 4.公司估值分析

#### 4.1. P/E 模型估值

当前公司 P/E (TTM) 为 24.54，距离近 24 个月以来的最高点 66.65，已经大幅回撤 63%。

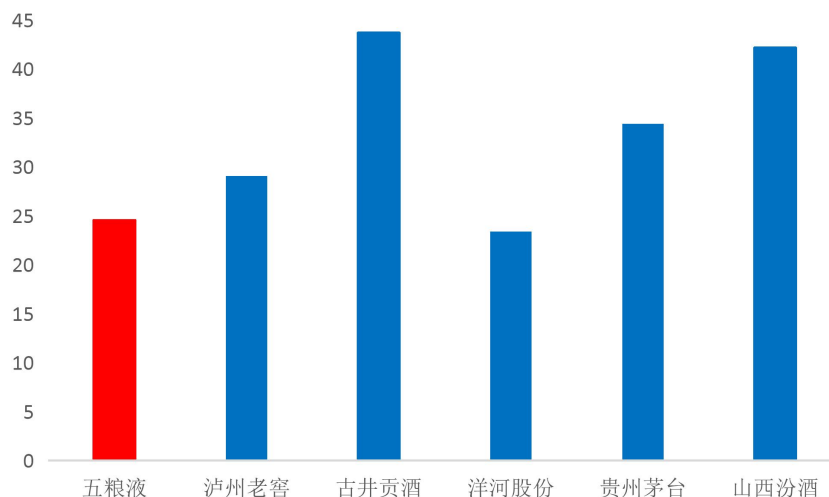
图 34：五粮液 PE(TTM)



资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

五粮液 P/E(TTM)为 24.54，从同期可比公司 P/E(TTM)上看，公司目前估值处于较低水平。

图 35：可比公司 P/E (TTM)



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部



2022 年，行业 PE 中值为 30X，综合考虑公司业绩的成长性，我们给予公司 2022 年 PE 估值 26X-33X，对应每股合理估值区间在 166.26-201.17 元之间。

表 3：可比公司 PE（倍）估值表

证券代码	证券简称	2022E	2023E	2024E
000568.SZ	泸州老窖	25.09	20.18	16.53
000596.SZ	古井贡酒	41.63	32.92	26.62
002304.SZ	洋河股份	21.74	17.98	15.14
600519.SH	贵州茅台	30.42	25.98	22.39
600809.SH	山西汾酒	39.42	29.99	23.60
行业中值		30.42	25.98	22.39

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

#### 4.2. PEG 模型

根据 2022 年-2024 年业绩预测，计算得到 2022 年-2024 年公司 PEG 分别为 1.67/1.26/1.36，明显低于贵州茅台。因此，我们认为市场对公司品牌影响力略有低估，从中长期来看，估值回归空间仍在。

#### 4.3. DCF 模型

我们以预测的 2022-2024 年 EPS 分别为 6.80/7.82/8.79 为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 165-185 元/股之间。

### 5. 公司未来六个月内投资建议

#### 5.1. 公司股价催化剂分析

**高端白酒趋势显现。**由于过去千元白酒消费场景有限，因此千元价格曾是白酒行业天花板，随着全国居民可支配收入提升和高净值人群增加，外加通货膨胀的因素，千元价格带消费逐步扩大，未来整体白酒消费市场将加快朝更优品质、更优品牌发展，名酒集中度的趋势将更显著。五粮液具备名酒企业的核心竞争力，长期发展壁垒极高。

**公司为“十四五”发展定立目标及优化措施。**当前公司在“十四五”新起点上，五粮液集团正在进行一系列改革，包括品牌梳理、产品结构优化、产能扩建、渠道营销等，公司确立了“十四五”目标。1) “十四五”期间，五粮液将继续保持两位数的可持续稳健增长，到“十四五”末实现千亿发展目标。2) 将加快推进中长期激励相关方案的制定和完善。公司现有的



浓香型白酒原酒产能规模为 10 万吨。在“十四五”战略发展规划中，计划通过“2+2+6”总体布局，实现新增 10 万吨原酒产能、总产能达到 20 万吨，夯实全国最大纯粮固态发酵酿酒基地地位。3) 目前五粮液“名酒率”为 20%以上，“十四五”期间公司将从原粮基地建设、工艺精细化管理、技术及技能人才培养、坚守传统酿造工艺、加强科技创新、窖池潜能的进一步发挥、生产扩能等方面，努力提高五粮液名酒率。根据公司以上目标规划，公司将延续以扩大市场占有率、提升产能、提高名酒产量、创新优化体系建设为发展重心，引领业绩突破式增长。

## 5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 178 元/股，对应 2022 年 P/E 为 26X。以 2022 年 12 月 1 日 A 股收盘价为基准，公司股价距离六个月内的目标仍有 8.15% 的上涨空间。

## 6. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

### 华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上
基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	

**附表：财务报表预测与主要财务比率 (单位：百万元)**

资产负债表	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	82,335.96	94,943.22	110,388.46	128,284.10
应收票据及账款	25,564.76	27,687.05	31,594.67	35,422.71
预付账款	195.65	296.78	338.66	379.70
其他应收款	26.29	647.21	738.56	828.04
存货	14,015.07	17,124.93	19,335.46	21,653.22
其他流动资产	-	-	-	-
<b>流动资产总计</b>	<b>122,137.73</b>	<b>140,699.19</b>	<b>162,395.81</b>	<b>186,567.77</b>
长期股权投资	1,911.23	2,257.33	2,683.95	2,975.56
固定资产	6,307.95	6,860.89	7,116.12	7,114.04
在建工程	2,646.09	2,205.07	1,764.06	1,323.04
无形资产	556.40	463.67	370.93	278.20
长期待摊费用	155.51	77.76	-	-
其他非流动资产	1,905.91	1,905.91	1,905.91	1,905.91
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,483.09</b>	<b>13,770.63</b>	<b>13,840.97</b>	<b>13,596.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>135,620.81</b>	<b>154,469.82</b>	<b>176,236.78</b>	<b>200,164.52</b>
短期借款	-	-	-	-
应付票据及账款	6,275.60	5,778.66	6,524.58	7,306.69
其他流动负债	27,340.00	32,167.15	36,501.56	40,898.51
<b>流动负债合计</b>	<b>33,615.60</b>	<b>37,945.80</b>	<b>43,026.14</b>	<b>48,205.20</b>
长期借款	355.34	355.34	355.34	355.34
其他非流动负债	257.99	257.99	257.99	257.99
<b>非流动负债合计</b>	<b>613.33</b>	<b>613.33</b>	<b>613.33</b>	<b>613.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>34,228.93</b>	<b>38,559.13</b>	<b>43,639.47</b>	<b>48,818.53</b>
股本	3,881.61	3,881.61	3,881.61	3,881.61
资本公积	2,682.65	2,682.65	2,682.65	2,682.65
留存收益	92,504.24	105,756.67	120,987.84	138,101.21
归属母公司权益	99,068.50	112,320.93	127,552.10	144,665.47
少数股东权益	2,323.39	3,589.76	5,045.21	6,680.52
<b>股东权益合计</b>	<b>101,391.88</b>	<b>115,910.68</b>	<b>132,597.30</b>	<b>151,345.99</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>135,620.81</b>	<b>154,469.82</b>	<b>176,236.78</b>	<b>200,164.52</b>

现金流量表	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	24,507.45	27,564.50	31,696.35	35,627.04
折旧与摊销	522.74	1,445.04	1,729.23	1,940.66
财务费用	(1,731.70)	(1,312.72)	(1,523.11)	(1,773.17)
投资损失	(97.35)	(96.07)	(96.49)	(96.35)
营运资金变动	1,546.70	(1,623.99)	(1,171.04)	(1,097.26)
其他经营现金流	1,632.84	145.41	145.83	145.69
<b>经营性现金净流量</b>	<b>26,380.67</b>	<b>26,122.17</b>	<b>30,780.77</b>	<b>34,746.61</b>
资本支出	1,537.09	1,386.48	1,372.96	1,404.82
长期投资	(5.63)	(250.04)	(330.12)	(195.26)
其他投资现金流	45.87	(35.02)	(35.13)	(35.09)
<b>投资性现金净流量</b>	<b>(1,496.85)</b>	<b>(1,671.54)</b>	<b>(1,738.21)</b>	<b>(1,635.18)</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	355.34	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	(11,624.80)	(11,843.37)	(13,597.33)	(15,215.79)
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>(11,269.46)</b>	<b>(11,843.37)</b>	<b>(13,597.33)</b>	<b>(15,215.79)</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>13,613.90</b>	<b>12,607.26</b>	<b>15,445.24</b>	<b>17,895.64</b>

利润表	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	66,209.05	74,843.56	85,406.64	95,754.58
营业成本	16,318.78	18,215.15	20,566.41	23,031.72
税金及附加	9,789.70	10,687.51	12,195.90	13,673.56
销售费用	6,503.51	7,360.39	8,366.95	9,401.07
管理费用	2,899.97	3,218.27	3,629.78	4,021.69
研发费用	177.41	186.00	212.25	237.97
财务费用	(1,731.70)	(1,312.72)	(1,523.11)	(1,773.17)
资产减值损失	(7.53)	(10.48)	(11.96)	(13.41)
信用减值损失	(2.60)	(1.10)	(1.25)	(1.41)
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	97.35	96.07	96.49	96.35
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	(1.91)	0.67	0.67	0.67
其他收益	215.73	179.27	179.27	179.27
营业利润	32,552.43	36,753.37	42,221.68	47,423.19
营业外收入	52.10	40.88	40.88	40.88
营业外支出	154.12	170.81	170.81	170.81
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	32,450.40	36,623.45	42,091.75	47,293.26
所得税	7,942.95	8,948.57	10,284.69	11,555.63
净利润	24,507.45	27,674.88	31,807.06	35,737.63
少数股东损益	1,130.38	1,266.37	1,455.45	1,635.31
归属母公司股东净利润	23,377.07	26,408.51	30,351.60	34,102.32
EBITDA	31,241.44	36,755.77	42,297.87	47,460.75
NOPLAT	23,303.55	26,812.17	30,785.37	34,526.99
EPS(元)	6.02	6.80	7.82	8.79

主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	15.51%	13.04%	14.11%	12.12%
营业利润增长率	16.98%	12.91%	14.88%	12.32%
EBIT 增长率	17.28%	14.95%	14.89%	12.21%
EBITDA 增长率	16.99%	17.65%	15.08%	12.21%
归母净利润增长率	17.15%	12.97%	14.93%	12.36%
经营现金流增长率	79.48%	-0.98%	17.83%	12.88%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	75.35%	75.66%	75.92%	75.95%
净利率	37.02%	36.98%	37.24%	37.32%
营业利润率	49.17%	49.11%	49.44%	49.53%
ROE	23.60%	23.51%	23.80%	23.57%
ROA	17.24%	17.10%	17.22%	17.04%
ROIC	92.18%	103.00%	106.87%	111.01%
<b>估值倍数</b>				
P/E	24.52	21.7	18.88	16.81
P/S	8.66	7.66	6.71	5.99
P/B	5.79	5.1	4.49	3.96
股息率	2.05%	2.30%	2.64%	2.96%
EV/EBIT	25.76	13.87	11.75	10.14
EV/EBITDA	25.33	13.32	11.27	9.72
EV/NOPLAT	33.95	18.26	15.48	13.36

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。