

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

五粮液（000858）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2021年07月22日

## 少壮派高层上任，公司稳健发展确定性进一步提升

证券分析师：陈青青 0755-22940855 chenqingq@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001  
证券分析师：熊鹏 021-60875164 xiongpeng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002  
联系人：李依琳 010-88005029 liyilin1@guosen.com.cn

## 事项：

7月21日，公司发布公告，选举邹涛先生为副董事长，聘任邹涛先生为总经理、刘明先生为总工程师；朱忠玉、唐圣云先生不再担任公司副总经理职务。

国信食品饮料观点：1) 公司推进高层新老更迭，少壮派团队开辟新局面；2) 量价节奏稳健，下半年有望继续稳增长；3) 公司内生动力强劲，高质量发展稳步推进，继续坚定推荐；4) 维持此前盈利预测，预计2021-2023年公司营业收入为681.78/789.01/896.85亿元，归母净利润为242.53/287.10/335.62亿元，对应摊薄EPS为6.25/7.40/8.65元，对应当前股价PE为45/38/33X，维持“买入”评级。

## 评论：

## ■ 高层新老更迭，少壮派团队开辟新局面

本次高管调整系公司为推进新老更迭打造年轻化团队进行的正常的人事变动。据公开资料，邹涛总正值壮年，行事干练，雷厉风行，18年7月起担任公司常务副总期间，成功推进数字化营销转型和大单品普五的升级焕新，彻底扭转了公司渠道利润薄和营销不积极的弱势，经营质量大幅提升；19年7月起兼任系列酒公司董事长，重塑系列酒产品体系，解决产品冗余问题，收回五粮春经销权，推进系列酒价值回归。未来在邹总全面统筹带领下，公司稳健发展确定性进一步强化。

## ■ 量价节奏稳健，下半年有望继续稳增长

21H1公司任务完成进度良好，普五放量顺利，目前普五批价基本稳定在990-1000元左右，动销及库存保持良性。考虑下半年放量压力较小，公司更加注重价格，预计普五批价中秋站稳1000元可期。近日经典五粮液明确了“1+N+2”的渠道模式，21年计划投放2000吨，目前已投放约1300吨，部分区域已开始良性动销。此外，系列酒品牌五粮春收回经销权后，上半年已完成渠道铺排和新品规划，新品定价200元+，后续将加大发力、推进提价，推进量持续健康增长。

## ■ 投资建议：公司内生动力强劲，高质量发展稳步推进，继续坚定推荐，维持“买入”评级

维持此前盈利预测，预计2021-2023年公司营业收入为681.78/789.01/896.85亿元，归母净利润为242.53/287.10/335.62亿元，对应摊薄EPS为6.25/7.40/8.65元，对应当前股价PE为45/38/33X，维持“买入”评级。

## ■ 风险提示

宏观经济风险；高端酒需求不及预期；提价不及预期。

**表 1: 可比公司估值表 (2021 年 7 月 21 日更新)**

股票代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,969.00	24,735	37.17	42.57	49.76	52.97	46.3
000568.SZ	泸州老窖	买入	222.72	3,262	4.10	5.40	6.88	54.32	41.2
600809.SH	山西汾酒	买入	367.90	4,489	2.52	4.28	5.77	145.99	86.0
	平均		<b>853.21</b>	<b>10,829</b>	<b>14.60</b>	<b>17.42</b>	<b>20.80</b>	<b>84.43</b>	<b>57.8</b>
<b>000858.SZ</b>	<b>五粮液</b>	<b>买入</b>	<b>281.22</b>	<b>10,916</b>	<b>5.14</b>	<b>6.25</b>	<b>7.40</b>	<b>54.70</b>	<b>45.0</b>

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	68210	78917	90695	106799
应收款项	18646	23358	27032	30727
存货净额	13228	16937	19474	22116
其他流动资产	2272	3724	5049	4731
<b>流动资产合计</b>	<b>102356</b>	<b>122937</b>	<b>142251</b>	<b>164373</b>
固定资产	7349	7781	8213	8567
无形资产及其他	434	416	399	382
投资性房地产	1905	1905	1905	1905
长期股权投资	1850	2179	2758	3336
<b>资产总计</b>	<b>113893</b>	<b>135218</b>	<b>155525</b>	<b>178563</b>
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	4147	4978	5488	6249
其他流动负债	21732	28570	32200	35568
<b>流动负债合计</b>	<b>25879</b>	<b>33548</b>	<b>37688</b>	<b>41817</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	256	248	241	243
<b>长期负债合计</b>	<b>256</b>	<b>248</b>	<b>241</b>	<b>243</b>
<b>负债合计</b>	<b>26135</b>	<b>33796</b>	<b>37930</b>	<b>42060</b>
少数股东权益	2052	2678	3419	4286
股东权益	85706	98743	114176	132217
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>113893</b>	<b>135218</b>	<b>155525</b>	<b>178563</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	5.14	6.25	7.40	8.65
每股红利	2.38	2.89	3.42	4.00
每股净资产	22.08	25.44	29.41	34.06
ROIC	25%	28%	33%	37%
ROE	23%	25%	25%	25%
毛利率	74%	76%	77%	77%
EBIT Margin	46%	48%	49%	51%
EBITDA Margin	47%	49%	50%	52%
收入增长	14%	19%	16%	14%
净利润增长率	15%	22%	18%	17%
资产负债率	25%	27%	27%	26%
息率	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%
P/E	54.7	45.0	38.0	32.5
P/B	12.7	11.1	9.6	8.3
EV/EBITDA	41.9	33.7	28.4	24.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>57321</b>	<b>68178</b>	<b>78901</b>	<b>89685</b>
营业成本	14812	16068	18419	20881
营业税金及附加	8092	9545	11046	12556
销售费用	5579	6414	6673	6675
管理费用	2610	3426	3848	4053
财务费用	(1486)	(938)	(932)	(1050)
投资收益	94	96	94	94
资产减值及公允价值变动	14	2	6	8
其他收入	5	0	0	0
营业利润	27826	33760	39948	46671
营业外净收支	(148)	(133)	(133)	(133)
<b>利润总额</b>	<b>27678</b>	<b>33627</b>	<b>39815</b>	<b>46538</b>
所得税费用	6765	8209	9726	11364
少数股东损益	959	1165	1379	1612
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>19955</b>	<b>24253</b>	<b>28710</b>	<b>33562</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>19955</b>	<b>24253</b>	<b>28710</b>	<b>33562</b>
资产减值准备	2	2	0	0
折旧摊销	463	679	793	873
公允价值变动损失	(14)	(2)	(6)	(8)
财务费用	(1486)	(938)	(932)	(1050)
营运资本变动	(5409)	(2210)	(3402)	(1888)
其它	513	624	741	866
<b>经营活动现金流</b>	<b>15510</b>	<b>23346</b>	<b>26836</b>	<b>33406</b>
资本开支	(880)	(1093)	(1202)	(1202)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1709)</b>	<b>(1422)</b>	<b>(1781)</b>	<b>(1781)</b>
权益性融资	15	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(9228)	(11216)	(13277)	(15521)
其它融资现金流	9611	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(8831)</b>	<b>(11216)</b>	<b>(13277)</b>	<b>(15521)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>4971</b>	<b>10708</b>	<b>11778</b>	<b>16104</b>
货币资金的期初余额	63239	68210	78917	90695
货币资金的期末余额	68210	78917	90695	106799
企业自由现金流	13991	22111	25598	32187
权益自由现金流	23602	23501	27200	34053

## 相关研究报告

《五粮液-000858-重大事件快评：经营态势稳健向好，21Q2 实现双过半》 ——2021-06-21

《五粮液-000858-2020 年年报及 2021 年一季报点评：21Q1 业绩保持稳增长，全年挺价放量仍可期》 ——2021-04-29

《五粮液-000858-2020 年三季报点评：Q3 收入略超预期，公司势能持续向上》 ——2020-11-02

《五粮液-000858-2019 年三季报点评：业绩符合预期，渠道增量价格稳定》 ——2019-10-31

《五粮液-000858-2019 年中报点评：业绩稳增长，量价提升空间足》 ——2019-09-03

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032