

# 五粮液 (000858.SZ)

## 人事变更落地，期待新任管理层深化改革

### 核心观点：

- **人事调整结果落地，曾从钦兼任集团和股份董事长。**2月18日宜宾市党委、政府宣布公司管理层换届结果：曾从钦兼任五粮液集团和股份公司党委书记、董事长；蒋文格担任股份公司党委副书记、副董事长、总经理。本次换届曾从钦统筹领导整个五粮液工作，曾总于2019年9月起任集团公司党委副书记、董事、总经理，股份公司党委副书记、董事、董事长；此前任临港国家级经济技术开发区党工委书记。曾总和蒋总出身政府部门，但已在五粮液有数年工作经验，对公司内部情况和白酒行业熟知，有利于新任管理层尽快推进五粮液的改革工作。
- **春节动销平稳，库存位于合理水平。**根据渠道调研反馈，春节期间五粮液动销平稳，库存处于合理水平。根据今日酒价，高端五粮液批价表现稳定，其中，第八代五粮液批价975元左右，批价旺季表现平稳，预计随着公司淡季控制发货节奏，批价有望稳步上行；经典五粮液短期批价略有波动，22年公司有望通过控货挺价，理顺市场。
- **估值回落至价值配置区间，期待新任管理层深化改革带来新局面。**过去五年五粮液平均PE估值35X，当前股价对应21年PE为32X，低于过去五年平均水平，安全边际较高。经过此次人事调整，集团和股份公司战略规划更加一致，期待新任管理层通过优化渠道的配额分配机制、推动销售团队进一步市场化等措施打开五粮液的新局面。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2021~2023年公司收入660.60/767.56/879.68亿元，同比增长15.24%/16.19%/14.61%；归母净利润236.13/279.04/324.25亿元，同比增长18.33%/18.17%/16.20%；EPS分别为6.08/7.19/8.35元/股，对应PE估值32/27/23倍，当前估值已经回落至价值配置区间。给予22年35倍PE估值，合理价值为251.65元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济不达预期。批价波动超出预期。食品安全风险。

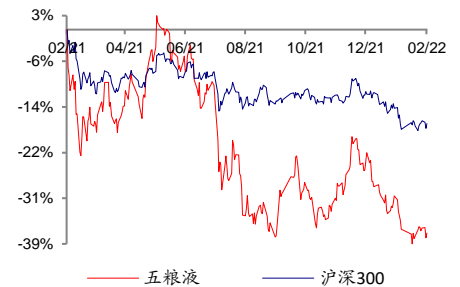
### 盈利预测：

|             | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）   | 50,118 | 57,321 | 66,060 | 76,756 | 87,968 |
| 增长率（%）      | 25.20  | 14.37  | 15.24  | 16.19  | 14.61  |
| EBITDA（百万元） | 23,054 | 26,608 | 31,803 | 37,722 | 43,809 |
| 归母净利润（百万元）  | 17,402 | 19,955 | 23,613 | 27,904 | 32,425 |
| 增长率（%）      | 30.02  | 14.67  | 18.33  | 18.17  | 16.20  |
| EPS（元/股）    | 4.48   | 5.14   | 6.08   | 7.19   | 8.35   |
| 市盈率（P/E）    | 29.67  | 56.77  | 32.25  | 27.29  | 23.49  |
| ROE（%）      | 23.42  | 23.28  | 24.26  | 25.32  | 26.22  |
| EV/EBITDA   | 19.65  | 40.01  | 21.36  | 17.71  | 14.93  |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

| 公司评级 | 买入         |
|------|------------|
| 当前价格 | 196.20元    |
| 合理价值 | 251.65元    |
| 前次评级 | 买入         |
| 报告日期 | 2022-02-24 |

### 相对市场表现



### 分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

### 分析师：

袁少州



SAC 执证号：S0260520070004



021-38003629



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

五粮液(000858.SZ):收入增速略微放缓，不改长期向好趋势 2021-11-01

五粮液(000858.SZ):停货挺价扰动Q2收入增长，双轮驱动蓄势待发 2021-08-29

五粮液(000858.SZ):20年稳健收官，21Q1业绩加速迎开门红 2021-04-29

2022年2月18日宜宾市党委、政府宣布管理层换届结果：曾从钦先生兼任五粮液集团与股份公司党委书记、董事长；邹涛先生担任五粮液集团党委副书记、总经理；蒋文格先生担任股份公司党委副书记、副董事长、总经理。原股份公司董事李曙光先生辞去公司董事及董事会下属相关专门委员会职务；原股份公司副董事长兼总经理邹涛辞去公司董事、副董事长、总经理职务，二人辞职后不再担任股份公司其他职务。

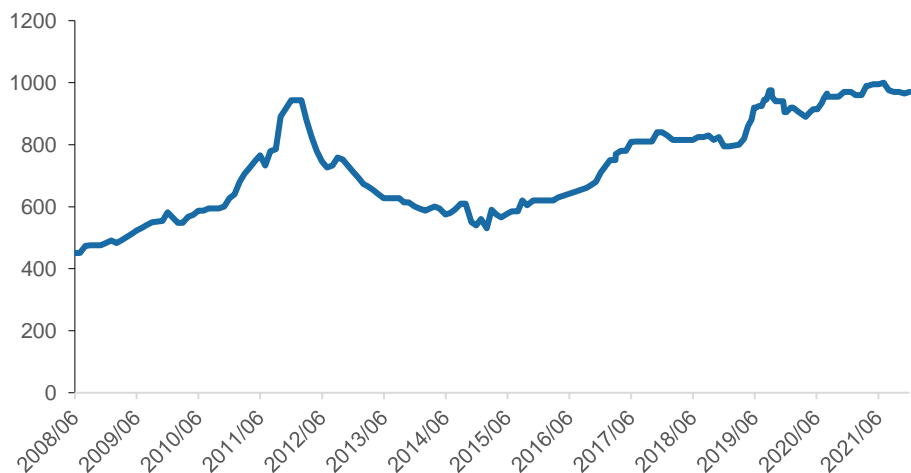
## 一、人事调整结果落地，曾从钦兼任集团和股份董事长

**人事调整结果落地，曾从钦兼任集团和股份公司董事长。**曾从钦兼任五粮液集团和股份公司党委书记、董事长；蒋文格担任股份公司党委副书记、副董事长、总经理；李曙光和邹涛先生不再担任股份公司职务。本次换届曾从钦兼任集团与股份公司董事长，统筹领导整个五粮液的工作。曾从钦董事长于2019年9月起任五粮液集团公司党委副书记、董事、总经理，五粮液股份公司党委副书记、董事、董事长；此前担任宜宾市临港国家级经济技术开发区党工委书记。曾总和蒋总虽然是政府官员出身，但是已经在五粮液有数年工作经验，对公司内部情况和白酒行业已有较深理解，我们认为这有利于新任管理层尽快推进五粮液的改革工作。

## 二、春节动销平稳，库存位于合理水平

**春节动销平稳，库存位于合理水平。**根据渠道调研反馈，春节期间五粮液整体动销平稳，库存约1个月左右，处于合理水平。五粮液整体批价表现稳定，其中，第八代五粮液批价975元左右，批价旺季表现平稳，预计随着公司淡季控制发货节奏，批价有望稳步上行；经典五粮液短期批价略有波动，22年公司有望通过控货挺价，理顺市场。

图 1：普五批价走势图（元/瓶）

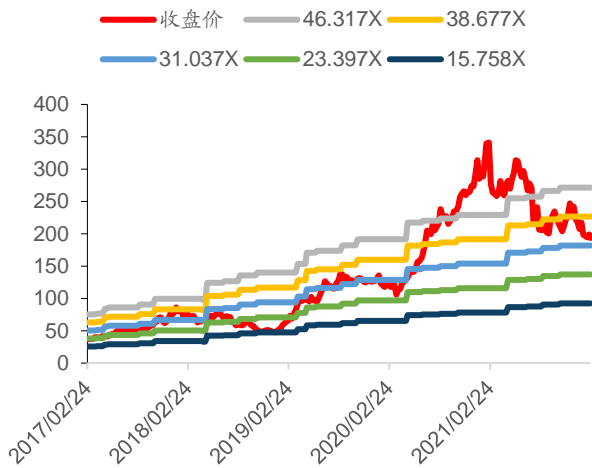


数据来源：今日酒价，广发证券发展研究中心

### 三、估值回落至价值配置区间，期待新任管理层深化改革带来新局面

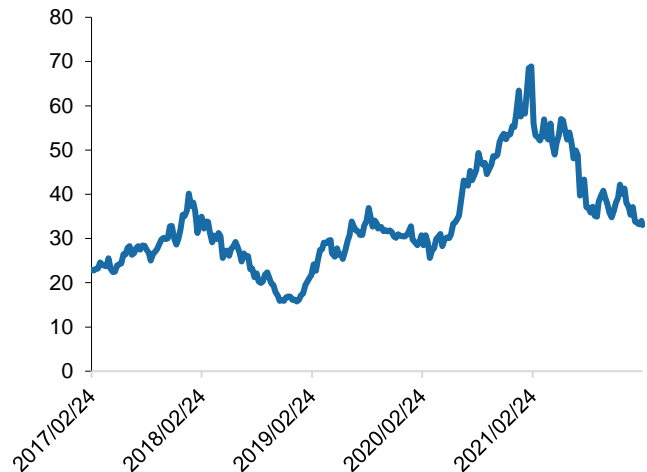
估值回落至价值配置区间，期待新任管理层深化改革带来新局面。截至2月22日五粮液股价对应21年PE为32X，低于过去五年平均水平，安全边际较高，而估值向上的空间取决于新任管理层深化改革的程度。白酒企业品牌与产品端的经营策略变化为公司带来业绩改善往往需要较长的时间，因而酒企改革大多以渠道端为切入点，五粮液从渠道端入手的思路较为明晰且能够在短期为公司带来新变化。经过此次人事调整，五粮液集团和股份公司董事长由曾总兼任，管理层意志得到统一，我们认为这有利于公司继续深化改革，我们期待公司新任管理层能够通过优化渠道的配额分配机制、推动销售团队进一步市场化等措施打开五粮液的新局面。

图 2：五粮液收盘价（元/股）变动情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：五粮液PE（TTM）变动情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 四、盈利预测和投资建议

我们预计2021-2023年公司收入660.60/767.56/879.68亿元，同比增长15.24%/16.19%/14.61%；归母净利润236.13/279.04/324.25亿元，同比增长18.33%/18.17%/16.20%；EPS分别为6.08/7.19/8.35元/股，对应PE估值32/27/23倍，当前估值已经回落至价值配置区间。给予22年35倍PE估值，合理价值为251.65元/股，维持“买入”评级。

## 五、风险提示

**宏观经济不达预期。**若宏观经济增长不达预期，则可能影响公司产品需求，导致收入、业绩不达预期。

**批价波动超出预期。**若批价波动超出预期，则影响公司产品价盘，不利于公司收入增长的稳定性。

**食品安全风险。**如出现食品安全问题，则对公司销量有较大影响。

**资产负债表**

单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2019A          | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>96,627</b>  | <b>102,356</b> | <b>120,766</b> | <b>137,183</b> | <b>156,597</b> |
| 货币资金           | 63,239         | 68,210         | 82,138         | 93,656         | 107,449        |
| 应收及预付          | 15,010         | 18,857         | 21,061         | 24,709         | 28,213         |
| 存货             | 13,680         | 13,228         | 14,966         | 16,331         | 18,301         |
| 其他流动资产         | 4,699          | 2,061          | 2,601          | 2,487          | 2,634          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>9,770</b>   | <b>11,537</b>  | <b>11,888</b>  | <b>12,273</b>  | <b>12,646</b>  |
| 长期股权投资         | 1,022          | 1,850          | 1,850          | 1,850          | 1,850          |
| 固定资产           | 6,109          | 5,867          | 5,538          | 5,239          | 4,930          |
| 在建工程           | 812            | 1,482          | 2,152          | 2,821          | 3,491          |
| 无形资产           | 410            | 434            | 443            | 457            | 470            |
| 其他长期资产         | 1,417          | 1,905          | 1,905          | 1,905          | 1,905          |
| <b>资产总计</b>    | <b>106,397</b> | <b>113,893</b> | <b>132,654</b> | <b>149,456</b> | <b>169,243</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>30,035</b>  | <b>25,879</b>  | <b>31,892</b>  | <b>34,450</b>  | <b>39,255</b>  |
| 短期借款           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 应付及预收          | 16,208         | 4,170          | 9,965          | 9,223          | 11,225         |
| 其他流动负债         | 13,827         | 21,708         | 21,928         | 25,228         | 28,030         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>266</b>     | <b>256</b>     | <b>256</b>     | <b>256</b>     | <b>256</b>     |
| 长期借款           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 应付债券           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 其他非流动负债        | 266            | 256            | 256            | 256            | 256            |
| <b>负债合计</b>    | <b>30,301</b>  | <b>26,135</b>  | <b>32,148</b>  | <b>34,706</b>  | <b>39,511</b>  |
| 股本             | 3,882          | 3,882          | 3,882          | 3,882          | 3,882          |
| 资本公积           | 2,683          | 2,683          | 2,683          | 2,683          | 2,683          |
| 留存收益           | 67,726         | 79,142         | 90,755         | 103,658        | 117,083        |
| 归属母公司股东权益      | 74,291         | 85,706         | 97,319         | 110,223        | 123,647        |
| 少数股东权益         | 1,805          | 2,052          | 3,187          | 4,527          | 6,084          |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>106,397</b> | <b>113,893</b> | <b>132,654</b> | <b>149,456</b> | <b>169,243</b> |

**利润表**

单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2019A         | 2020A         | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>50,118</b> | <b>57,321</b> | <b>66,060</b> | <b>76,756</b> | <b>87,968</b> |
| 营业成本            | 12,802        | 14,812        | 15,728        | 17,521        | 19,499        |
| 营业税金及附加         | 6,984         | 8,092         | 9,328         | 10,837        | 12,421        |
| 销售费用            | 4,986         | 5,579         | 6,573         | 7,599         | 8,665         |
| 管理费用            | 2,655         | 2,610         | 2,907         | 3,301         | 3,783         |
| 研发费用            | 126           | 131           | 151           | 176           | 202           |
| 财务费用            | -1,431        | -1,486        | -1,428        | -1,670        | -1,911        |
| 资产减值损失          | -3            | -14           | 0             | 0             | 0             |
| 公允价值变动收益        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资净收益           | 93            | 94            | 0             | 0             | 0             |
| <b>营业利润</b>     | <b>24,246</b> | <b>27,826</b> | <b>32,996</b> | <b>38,992</b> | <b>45,310</b> |
| 营业外收支           | -140          | -148          | 0             | 0             | 0             |
| <b>利润总额</b>     | <b>24,106</b> | <b>27,678</b> | <b>32,996</b> | <b>38,992</b> | <b>45,310</b> |
| 所得税             | 5,878         | 6,765         | 8,249         | 9,748         | 11,327        |
| <b>净利润</b>      | <b>18,228</b> | <b>20,913</b> | <b>24,747</b> | <b>29,244</b> | <b>33,982</b> |
| 少数股东损益          | 826           | 959           | 1,134         | 1,340         | 1,558         |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>17,402</b> | <b>19,955</b> | <b>23,613</b> | <b>27,904</b> | <b>32,425</b> |
| EBITDA          | 23,054        | 26,608        | 31,803        | 37,722        | 43,809        |
| EPS (元)         | 4.48          | 5.14          | 6.08          | 7.19          | 8.35          |

**现金流量表**

单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2019A         | 2020A         | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>23,112</b> | <b>14,698</b> | <b>26,710</b>  | <b>27,302</b>  | <b>33,577</b>  |
| 净利润            | 18,228        | 20,913        | 24,747         | 29,244         | 33,982         |
| 折旧摊销           | 490           | 511           | 430            | 400            | 410            |
| 营运资金变动         | 4,767         | -6,315        | 1,532          | -2,342         | -816           |
| 其它             | -373          | -411          | 0              | 0              | 0              |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-1,616</b> | <b>-1,722</b> | <b>-781</b>    | <b>-785</b>    | <b>-783</b>    |
| 资本支出           | -1,607        | -987          | -781           | -785           | -783           |
| 投资变动           | -10           | -735          | 0              | 0              | 0              |
| 其他             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-7,252</b> | <b>-9,213</b> | <b>-12,000</b> | <b>-15,000</b> | <b>-19,000</b> |
| 银行借款           | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              |
| 股权融资           | 0             | 15            | 0              | 0              | 0              |
| 其他             | -7,252        | -9,228        | -12,000        | -15,000        | -19,000        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>14,244</b> | <b>3,763</b>  | <b>13,929</b>  | <b>11,518</b>  | <b>13,793</b>  |
| 期初现金余额         | 48,960        | 63,204        | 68,210         | 82,138         | 93,656         |
| 期末现金余额         | 63,204        | 66,967        | 82,138         | 93,656         | 107,449        |

**主要财务比率**

| 至 12 月 31 日     | 2019A  | 2020A    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |          |        |        |        |
| 营业收入增长          | 25.2%  | 14.4%    | 15.2%  | 16.2%  | 14.6%  |
| 营业利润增长          | 29.5%  | 14.8%    | 18.6%  | 18.2%  | 16.2%  |
| 归母净利润增长         | 30.0%  | 14.7%    | 18.3%  | 18.2%  | 16.2%  |
| <b>获利能力</b>     |        |          |        |        |        |
| 毛利率             | 74.5%  | 74.2%    | 76.2%  | 77.2%  | 77.8%  |
| 净利率             | 36.4%  | 36.5%    | 37.5%  | 38.1%  | 38.6%  |
| ROE             | 23.4%  | 23.3%    | 24.3%  | 25.3%  | 26.2%  |
| ROIC            | 22.4%  | 22.5%    | 23.4%  | 24.4%  | 25.1%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |          |        |        |        |
| 资产负债率           | 28.5%  | 22.9%    | 24.2%  | 23.2%  | 23.3%  |
| 净负债比率           | 39.8%  | 29.8%    | 32.0%  | 30.2%  | 30.5%  |
| 流动比率            | 3.22   | 3.96     | 3.79   | 3.98   | 3.99   |
| 速动比率            | 2.75   | 3.43     | 3.31   | 3.50   | 3.51   |
| <b>营运能力</b>     |        |          |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.47   | 0.50     | 0.50   | 0.51   | 0.52   |
| 应收账款周转率         | 372.76 | 1,381.36 | 726.30 | 862.66 | 811.86 |
| 存货周转率           | 3.66   | 4.33     | 4.41   | 4.70   | 4.81   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |          |        |        |        |
| 每股收益            | 4.48   | 5.14     | 6.08   | 7.19   | 8.35   |
| 每股经营现金流         | 5.95   | 3.79     | 6.88   | 7.03   | 8.65   |
| 每股净资产           | 19.14  | 22.08    | 25.07  | 28.40  | 31.85  |
| <b>估值比率</b>     |        |          |        |        |        |
| P/E             | 29.67  | 56.77    | 32.25  | 27.29  | 23.49  |
| P/B             | 6.95   | 13.22    | 7.83   | 6.91   | 6.16   |
| EV/EBITDA       | 19.65  | 40.01    | 21.36  | 17.71  | 14.93  |

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 高鸿：高级分析师，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 徐锡联：高级研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2022年2月加入广发证券。
- 张子健：研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                           | 深圳市                             | 北京市                     | 上海市                              | 香港                        |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|---------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北街<br>2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉北<br>路429号泰康保险大厦<br>37楼 | 香港德辅道中189号李<br>宝椿大厦29及30楼 |
| 邮政编码 | 510627                        | 518026                          | 100045                  | 200120                           | -                         |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn              |                                 |                         |                                  |                           |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。