五粮液(000858) 饮料制造/食品饮料 发布时间：2021-06-22

证券研究报告 /公司动态报告

普五为基，经典发力，产品矩阵向上跃升

买入

上次评级：买入

事件：近期我们参加五粮液公司 2020 年股东大会，并走访了部分渠道，认为在千元价格段扩容的背景下，公司整体销售进度良好，普五批价稳定上行，经典五粮液销售超预期，同时公司研发新品丰富超高端品牌矩阵，品牌力不断向上；团购工作进展顺利，团购客户复购率提升，部分强势区域已经完成全年任务，渠道改革成效明显。

高端扩容明显，千元价位带五粮液龙头地位稳固享受最大红利。2016 年以来行业集中度明显向上，优势产区、优势品牌和优势企业竞争力明显增强，高端白酒供求紧张带动价格持续上行，千元价格带有升级扩容加速之势。五粮液作为千元价格带王者，连续 20 个季度左右保持两位数的增速，显现出强大的竞争优势，随着公司产品结构、渠道布局、管理体制的日益改善，在本轮扩容趋势中将获得最大红利。

普五为基，经典发力，产品矩阵向上跃升。公司普五占高端酒销售 70%以上，是公司千元价格带的重磅产品，历经营销数字化转型及渠道变革，当前市场需求坚挺，全年任务完成进度良好，批价逐渐爬升到千元以上，渠道团购打款积极性高。经典五粮液试销阶段表现良好，将从本月开始全面的经典五粮液渠道布局，发力系统品鉴工作，烘托氛围营销。2021 年公司经典五粮液 2000 吨销售目标目前进展顺利，长期规划在十四五末年投放量破万吨。经典五粮液体系逐步补充多规格产品，并开发经典 30、经典 50，补充超高端 2000+元价格带消费者需求，向上拉伸产品矩阵，提升品牌定位，凸显品牌优势。

团购效果日趋明显，体制改革释放活力。公司重视团购发展并建立总部团购部+战区团购组织的架构提升工作系统性及效率，今年团购目标回款已经过半，部分优秀战区基本完成全年任务。内部管理上，未来集团管理层级有望压缩到三级以内，同时继续研究股权激励、超额利润分享等激励机制，提高员工积极性及公司运营效率。

盈利预测：千元价格带扩容明显，公司渠道优化，经典发力，核心竞争力不断增强，未来成长确定性高，预计 2021-2023 年 EPS 为 6.17/7.40/8.82 元，对应 PE 为 48/40/34 倍，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，疫情持续发酵。

财务摘要（百万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	50,118	57,321	67,661	79,418	93,252
(+/-)%	25.20%	14.37%	18.04%	17.38%	17.42%
归属母公司净利润	17,402	19,955	23,940	28,706	34,227
(+/-)%	30.02%	14.67%	19.97%	19.91%	19.23%
每股收益（元）	4.48	5.14	6.17	7.40	8.82
市盈率	29.67	56.77	48.13	40.14	33.67
市净率	6.95	13.22	11.53	9.87	8.42
净资产收益率(%)	23.42%	23.28%	23.95%	24.58%	25.01%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.90%	1.10%	1.31%
总股本（百万股）	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882

股票数据	2021/06/21
6 个月目标价（元）	342
收盘价（元）	296.87
12 个月股价区间（元）	167.50~344.40
总市值（百万元）	1,152,332.97
总股本（百万股）	3,882
A 股（百万股）	3,882
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	21

历史收益率曲线

涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	0%	14%	82%
相对收益	1%	12%	58%

相关报告

《东北食品饮料周报：高端白酒扩容加速，啤酒迎来动销旺季》

--20210601

《食品饮料行业 2020 年报及 2021 一季报小结：结构升级成为主旋律，龙头竞争优势加剧》

--20210521

证券分析师：张立
执业证书编号：S0550520080002
021-20363244 zhangl2@nesc.cn

证券分析师：李强
执业证书编号：S0550515060001
021-20361174 liqiang@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	68,210	84,508	102,561	121,870
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	18,610	23,079	25,395	30,648
存货	13,228	16,240	18,217	21,212
其他流动资产	2,308	2,908	2,836	3,056
流动资产合计	**102,356**	**126,735**	**149,009**	**176,785**
可供出售金融资产				
长期投资净额	1,850	1,850	1,850	1,850
固定资产	5,867	6,123	6,400	6,696
无形资产	434	448	466	483
商誉	2	2	2	2
非流动资产合计	**11,537**	**11,909**	**12,303**	**12,716**
资产总计	**113,893**	**138,644**	**161,312**	**189,501**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	4,147	4,819	5,503	6,369
预收款项	24	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**25,879**	**35,242**	**39,693**	**46,159**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	256	256	256	256
长期负债合计	**256**	**256**	**256**	**256**
负债合计	**26,135**	**35,498**	**39,949**	**46,415**
归属于母公司股东权益合计	85,706	99,948	116,790	136,874
少数股东权益	2,052	3,198	4,573	6,212
负债和股东权益总计	**113,893**	**138,644**	**161,312**	**189,501**

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**57,321**	**67,661**	**79,418**	**93,252**
营业成本	14,812	17,066	19,545	22,600
营业税金及附加	8,092	9,432	11,071	12,999
资产减值损失	-14	0	0	0
销售费用	5,579	6,428	7,386	8,486
管理费用	2,610	3,518	4,050	4,663
财务费用	-1,486	-1,913	-2,346	-2,817
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	94	135	159	187
营业利润	**27,826**	**33,332**	**39,945**	**47,599**
营业外收支净额	-148	-140	-140	-140
利润总额	**27,678**	**33,192**	**39,805**	**47,459**
所得税	6,765	8,106	9,724	11,593
净利润	20,913	25,086	30,081	35,866
归属于母公司净利润	**19,955**	**23,940**	**28,706**	**34,227**
少数股东损益	959	1,145	1,375	1,639

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	**20,913**	**25,086**	**30,081**	**35,866**
资产减值准备	6	0	0	0
折旧及摊销	511	285	285	285
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-94	-135	-159	-187
运营资本变动	-6,315	1,283	229	-2,001
其他	-324	133	132	131
经营活动净现金流量	**14,698**	**26,651**	**30,569**	**34,095**
投资活动净现金流量	**-1,722**	**-337**	**-316**	**-286**
融资活动净现金流量	**-9,213**	**-10,015**	**-12,200**	**-14,500**
企业自由现金流	**26,700**	**22,004**	**27,677**	**35,283**

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益（元）	5.14	6.17	7.40	8.82
每股净资产（元）	22.08	25.75	30.09	35.26
每股经营性现金流量（元）	3.79	6.87	7.88	8.78
成长性指标				
营业收入增长率	14.4%	18.0%	17.4%	17.4%
净利润增长率	14.7%	20.0%	19.9%	19.2%
盈利能力指标				
毛利率	74.2%	74.8%	75.4%	75.8%
净利润率	34.8%	35.4%	36.1%	36.7%
运营效率指标				
应收账款周转天数	0.26	0.50	0.42	0.45
存货周转天数	325.97	347.32	340.21	342.58
偿债能力指标				
资产负债率	22.9%	25.6%	24.8%	24.5%
流动比率	3.96	3.60	3.75	3.83
速动比率	3.43	3.13	3.29	3.36
费用率指标				
销售费用率	9.7%	9.5%	9.3%	9.1%
管理费用率	4.6%	5.2%	5.1%	5.0%
财务费用率	-2.6%	-2.8%	-3.0%	-3.0%
分红指标				
分红比例	0.0%	41.8%	42.5%	42.4%
股息收益率	0.0%	0.9%	1.1%	1.3%
估值指标				
P/E（倍）	56.77	48.13	40.14	33.67
P/B（倍）	13.22	11.53	9.87	8.42
P/S（倍）	19.34	16.38	13.96	11.89
净资产收益率	23.3%	24.0%	24.6%	25.0%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

李强：西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员，南京证券股份有限公司研究员。具有 10 年证券研究从业经历，荣获 2019 年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第 1 名，2019 年 Wind 资讯金牌分析师第 5 名，2018 年每市食品饮料行业年度组合收益第 4 名，2018 年投研社最受机构欢迎分析师，2018 年进门财经百佳分析师，2018 年食品饮料研究 Wind 平台影响力排行榜第 7 名，2018 年度知丘杯金测奖最佳分析师第 3 名，2017 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第 2 名，“2016 年 Wind 资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第 1 名。

张立：同济大学金融硕士，同济大学本科，现任东北证券食品饮料组分析师。2018 年以来具有 2 年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏（总监）	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-61001805	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-61002025	13122617959	liuyq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（总监）	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	021-61005736	15622820131	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵（总监）	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn