

超高端与团购超预期，坚定看好未来发展

投资要点

- **全年双位数增长目标不变，明确十四五高质量发展。**管理层明确21年双位数增长目标不变，二季度实现双过半，并力争超额完成全年预期目标。十四五定位高质量发展，坚定511发展目标不动摇，即集团公司成为500强，酒业主业销售过千亿元，集团利税总额过千亿元。产能方面，十四五新增12万吨原酒产能，原酒储存能力突破100万吨；此外，通过工艺、管理、基础理论方面创新，进一步提高优质酒率；双轮驱动保证优质酒产量，实现再造一个五粮液的发展目标。
- **品牌势能稳步向上，经典五粮液表现超预期。**五粮液主品牌坚定“1+3”产品体系，十四五期间八代普五投放不减，并巩固千元价格带绝对龙头地位；经典五粮液上市和试销阶段市场反馈良好，21年6月份开始向渠道全面布局，并加大品牌推广、圈层营销和氛围塑造，21年规划销售2000吨，十四五末规划放量万吨；此外，经典30/50开发接近完成，并推出多种规格产品，产品矩阵更加清晰。经典五粮液卡位超高端，将显著拉升五粮液品牌高度，亦对普五提价放量提供支撑，是公司十四五高质量发展的重要驱动力。系列酒方面，将继续精简低端SKU，梳理渠道利润分配，推动产品聚焦和价值回归。
- **提升市场运作能力，团购渠道占比提升。**公司将继续强化营销体系规划和团队建设，以数字化赋能渠道，进一步提升市场掌控能力，并提升渠道利润和商家盈利能力。与此同时，今年还将重点打造高地市场和重点市场，构建圈层营销体系，提升氛围塑造和消费者服务能力。团购方面，今年公司总部建立团购部，各大战区团购组织逐步成熟，专门做团购有300人团队；目前大企业覆盖率达到20%，复购率达90%，团购进展整体水平已经过半，部分战区已提前完成，今年力争将团购占比提升至30%的水平。
- **深化改革释放动能，坚定看好未来发展。**公司持续深化改革释放增长新动能，未来将择机推出包括新一期股权激励、超额利润分享等多种中长期激励机制，以此充分调动管理层和员工积极性；改革提效，将集团公司管理层级全部压缩到3级以内，进一步规范关联交易，持续降低关联交易在销售中的占比。
- **盈利预测与投资建议。**经典五粮液规划和团购占比超预期市场，十四五末酒业主业销售过千亿元规划清晰，公司管理和信息化系统逐步推进，将显著提升渠道管控和市场运作能力，坚定看好未来发展。预计2021-2023年EPS分别为6.57元、8.06元、9.66元，对应估值44倍、36倍、30倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场开拓或不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	573.21	693.64	815.11	937.98
增长率	14.37%	21.01%	17.51%	15.07%
归属母公司净利润(亿元)	199.55	255.16	312.95	374.87
增长率	14.67%	27.87%	22.65%	19.78%
每股收益EPS(元)	5.14	6.57	8.06	9.66
净资产收益率ROE	23.83%	25.45%	26.20%	26.41%
PE	57	44	36	30
PB	12.87	10.84	9.12	7.68

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	38.82
流通A股(亿股)	38.81
52周内股价区间(元)	163.0-344.4
总市值(亿元)	11,523.33
总资产(亿元)	1,202.23
每股净资产(元)	24.48

相关研究

1. 五粮液(000858): 量价齐升, 业绩稳健增长 (2021-04-28)
2. 五粮液(000858): 团购发力+管理优化, 稳健增长 (2020-10-31)
3. 五粮液(000858): 提价和运营能力提升带动业绩稳健增长 (2020-08-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	573.21	693.64	815.11	937.98	净利润	209.13	265.23	324.64	388.46
营业成本	148.12	170.31	189.29	205.17	折旧与摊销	5.11	7.07	7.36	7.49
营业税金及附加	80.92	97.93	115.07	132.42	财务费用	-14.86	-26.35	-32.98	-41.06
销售费用	55.79	67.28	76.62	86.29	资产减值损失	-0.14	0.12	0.10	0.10
管理费用	26.10	31.91	35.86	39.40	经营营运资本变动	-49.52	-2.21	13.19	11.52
财务费用	-14.86	-26.35	-32.98	-41.06	其他	-2.75	-0.94	-0.40	-0.40
资产减值损失	-0.14	0.12	0.10	0.10	经营活动现金流净额	146.98	242.92	311.90	366.11
投资收益	0.94	0.30	0.30	0.30	资本支出	-4.45	-2.00	-1.00	-1.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-12.77	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-17.22	-2.00	-1.00	-1.10
营业利润	278.26	352.74	431.44	515.97	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.48	-1.44	-1.46	-1.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	276.78	351.30	429.98	514.52	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	67.65	86.07	105.35	126.06	支付股利	-85.40	-100.77	-127.58	-156.48
净利润	209.13	265.23	324.64	388.46	其他	-6.74	26.65	33.18	41.26
少数股东损益	9.59	10.08	11.69	13.60	筹资活动现金流净额	-92.13	-74.12	-94.40	-115.21
归属母公司股东净利润	199.55	255.16	312.95	374.87	现金流量净额	37.63	166.80	216.51	249.80
资产负债表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	682.10	848.89	1065.40	1315.20	成长能力				
应收和预付款项	188.93	268.33	306.73	343.29	销售收入增长率	14.37%	21.01%	17.51%	15.07%
存货	132.28	221.41	236.61	246.20	营业利润增长率	14.77%	26.77%	22.31%	19.59%
其他流动资产	20.24	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	14.73%	26.83%	22.40%	19.66%
长期股权投资	18.50	18.50	18.50	18.50	EBITDA 增长率	15.22%	24.18%	21.70%	18.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	73.47	68.68	62.59	56.48	毛利率	74.16%	75.45%	76.78%	78.13%
无形资产和开发支出	4.35	4.20	4.05	3.89	三费率	11.69%	10.50%	9.75%	9.02%
其他非流动资产	19.05	19.23	19.41	19.58	净利率	36.48%	38.24%	39.83%	41.41%
资产总计	1138.93	1449.24	1713.29	2003.15	ROE	23.83%	25.45%	26.20%	26.41%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.36%	18.30%	18.95%	19.39%
应付和预收款项	133.42	359.28	421.05	474.52	ROIC	150.63%	156.06%	204.88%	280.05%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.85%	48.07%	49.79%	51.43%
其他负债	127.93	47.91	53.13	57.53	营运能力				
负债合计	261.35	407.19	474.18	532.06	总资产周转率	0.52	0.54	0.52	0.50
股本	38.82	38.82	38.82	38.82	固定资产周转率	9.57	11.66	13.80	17.10
资本公积	26.83	26.83	26.83	26.83	应收账款周转率	651.58	838.73	644.81	694.13
留存收益	791.42	945.80	1131.17	1349.57	存货周转率	1.10	0.96	0.83	0.85
归属母公司股东权益	857.06	1011.44	1196.82	1415.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.33%	—	—	—
少数股东权益	20.52	30.60	42.29	55.88	资本结构				
股东权益合计	877.58	1042.04	1239.11	1471.09	资产负债率	22.95%	28.10%	27.68%	26.56%
负债和股东权益合计	1138.93	1449.24	1713.29	2003.15	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.96	3.31	3.41	3.60
					速动比率	3.44	2.76	2.91	3.14
					股利支付率	42.79%	39.49%	40.77%	41.74%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	268.52	333.46	405.82	482.40	每股收益	5.14	6.57	8.06	9.66
PE	56.61	44.27	36.09	30.13	每股净资产	22.61	26.85	31.92	37.90
PB	12.87	10.84	9.12	7.68	每股经营现金	3.79	6.26	8.04	9.43
PS	19.71	16.28	13.86	12.04	每股股利	2.20	2.60	3.29	4.03
EV/EBITDA	39.46	31.27	25.16	20.65					
股息率	0.76%	0.89%	1.13%	1.39%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn