

本次是否会跟随茅台提价？

--五粮液历史价格调整复盘

核心观点：

- **事件：**2023/11/1，时隔近 6 年，茅台公告上调 53 度贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价价格，平均上调幅度约为 20%。五粮液出厂价格距离上一次价格调整近 2 年，跟还是不跟？五粮液是否调价成为市场的关注焦点。当下消费环境疲弱，酒类批发市场价格低迷，五粮液经销商面临价格倒挂，提价对五粮液而言并非无阻力；但现有行业格局之下，茅台提价也为五粮液提价提供难得的契机。酒厂决策并非易事。我们复盘了过去 20 年五粮液价格调整的历史，作为判断本次五粮液是否会提价的参考。
- **历史的经验：**1) **五粮液的调价追随行业景气周期。**2003-2012 年白酒行业处于量价齐升的黄金十年，期间叠加政府应对 2008 年金融危机推出“四万亿”财政货币刺激，五粮液顺周期 8 次提高出厂价，涨幅+165%，批发价和零售价如影随形，期间伴随阶段控量和公司自身产品线和渠道调整，整体而言提价难度不大。2013-2015 年白酒行业受限制三公消费以及塑化剂事件冲击，中高档酒水价格泡沫破裂、需求结构重大调整，五粮液进行了 1 次逆周期提价、1 次顺周期降价以及 1 次周期底部的小幅提价回补，价格最终与本轮调整前持平。期间批价、零售价呈下行趋势、出厂价始终高于批价，公司加大对经销商政策补贴力度，控量、去库存、业绩下降，期间压力较大。2016-2019 年白酒行业进入总量稳定（逐年缓增到小降）、以产品升级价格提升为主的新阶段，五粮液顺周期 4 次提价，最终价格较 2015 年变动幅度+35%，2017 年后实现了顺价差，减少渠道返利，供应量相对稳定。2020-今，疫情影响下宏观环境较为复杂，白酒行业总量呈下降趋势，批发价格受美联储货币政策的影响经历一轮小型的价格泡沫产生和破裂。五粮液在 2021 年底通过调整计划外价格提高了平均出厂价，提价幅度+9%，伴随放量。
- **2) 2008 年后五粮液整体上跟随茅台提价。**2008 年之前五粮液提价为自我主导。2008 年起茅台出厂价和批价超过五粮液，此后五粮液的提价整体上追随茅台，不同的是五粮液价格调整更为高频。2008-2012 行业价格上行的景气周期，茅台酒 4 次提高出厂价，涨幅+129%；五粮液跟随 4 次提价（最后 1 次滞后在 2013 年初），涨幅+74%；2013 年-2016 年行业调整阶段，茅台保持了极大的定力和克制，维持出厂价格不变，五粮液在此期间顺应行业周期降价又提价。2017 年底行业景气周期经过 2 年确认，茅台提高了出厂价+18.3%；五粮液追随提价+6.8%。2018 年至本次提价前，茅台价格近 6 年未涨；五粮液在 2019 年和 2021 年行业景气阶段又进行了两次提价，合计幅度+22.8%。
- **总结而言，**五粮液出厂价格的调整一方面取决于行业景气周期，行业景气状况很大程度上代表了五粮液所面临的供需状况；另一方面整体上呈现跟随茅台提价的节奏，我们认为这是公司出于提高品牌定位的需要。我们相对确定的是：第一，行业高景气阶段五粮液提价的概率较大；第二，历史上茅台提价，五粮液跟随提价的概率较大；但除去本次提价，历史上茅台历次提价也都处于行业高景气阶段。

五粮液(000858)

推荐 (维持)

分析师

刘来珍

☎：021-2025 2647

✉：liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：s0130523040001

研究助理 韩勉

☎：010-8092 7653

✉：hanmian_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2023-11-17

股票代码	000858
A 股收盘价(元)	155.00
上证指数	3,054.37
总股本/实际流通 A 股(万股)	388,161/388,153
流通 A 股市值(亿元)	6,016

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】公司点评_五粮液(000858)_稳健前行

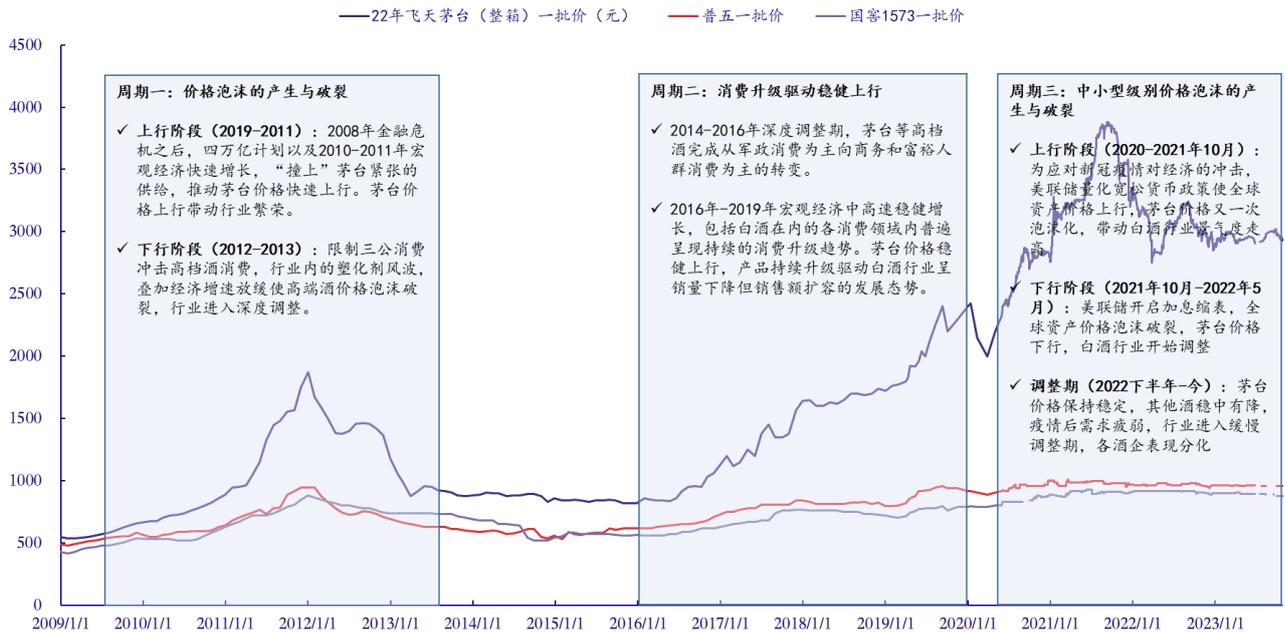
- **结论：**本次茅台提价，行业处于低景气阶段，颇有些茅台这边风景独好的意味；但我们认为行业状况也并非像 2013-2015 年急速下行期那么严峻，而彼时五粮液实施了降价和提价。我们认为五粮液未来降价的可能性较低，因为被验证非明智策略；**五粮液提价可能性仍然是较大的**，因为一方面参考历史，在 2015 年、2016 年初行业尚处于底部徘徊阶段，五粮液在压力重重的情况下依然前瞻地调高了出厂价；另一方面，五粮液始终有动力提高其品牌定位，以满足国内中长期来看依然在升级的消费需求，现阶段白酒企业对渠道价格的管理普遍进入控盘分利的模式，出厂价越来越成为牵引绳，而茅台提价为五粮液提高出厂价提供难得契机。
- **投资建议：**结合三季报情况更新公司盈利预测 2023-25 年 EPS 7.75/8.69/9.83，2023/11/17 股价（155 元）对应 P/E 分别为 20、18、16 倍。本次无论提价与否，我们认为五粮液目前已处于合理估值区间。维持推荐评级。
- **风险提示：**宏观经济持续低迷致白酒需求不佳的风险，提价利好中长期但短期可能导致部分经销商流失的风险。

表1：主要财务指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	73968.64	82624.31	91712.98	103635.67
收入增长率%	11.72	11.70	11.00	13.00
归母净利润(百万元)	26690.66	30095.92	33729.60	38175.49
利润增速%	14.17	12.76	12.07	13.18
毛利率%	75.42	75.55	75.80	76.00
摊薄 EPS(元)	6.88	7.75	8.69	9.83
PE	22.54	19.99	17.84	15.76
PB	5.28	4.65	3.69	2.99
PS	8.13	7.28	6.56	5.81

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图1: 白酒行业几轮景气周期



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图2: 普五出厂价和一批价变动



资料来源：今日酒价，百菜酒价，中国银河证券研究院。备注：2022年以后批价采用百菜酒价数据。

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	137565.77	157306.94	196594.14	241813.19	营业收入	73968.64	82624.31	91712.98	103635.67
现金	92358.43	107558.14	141576.23	179829.27	营业成本	18178.43	20198.80	22194.54	24872.56
应收账款	35.69	45.90	50.95	57.58	营业税金及附加	10748.80	12228.40	13390.10	15234.44
其它应收款	30.90	34.43	38.21	43.18	营业费用	6844.24	7518.81	8254.17	9327.21
预付账款	135.98	201.99	221.95	248.73	管理费用	3068.12	3304.97	3668.52	4145.43
存货	15980.66	17954.49	19728.48	22108.94	财务费用	-2026.35	-2478.75	-2727.77	-3085.62
其他	29024.12	31511.99	34978.31	39525.49	资产减值损失	-26.21	0.00	0.00	0.00
非流动资产	15148.96	15629.99	15629.99	15629.99	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1986.39	1986.39	1986.39	1986.39	投资净收益	92.57	107.41	119.23	134.73
固定资产	5312.97	5312.97	5312.97	5312.97	营业利润	37174.42	41854.21	46908.29	53080.74
无形资产	518.52	518.52	518.52	518.52	营业外收入	38.89	40.00	40.00	40.00
其他	7331.08	7812.12	7812.12	7812.12	营业外支出	109.79	110.00	110.00	110.00
资产总计	152714.73	172936.94	212224.13	257443.19	利润总额	37103.52	41784.21	46838.29	53010.74
流动负债	35759.15	39069.37	42976.47	48154.49	所得税	9132.89	10237.13	11481.17	12993.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	27970.63	31547.08	35357.12	40017.37
应付账款	7246.80	7855.09	8631.21	9672.66	少数股东损益	1279.97	1451.16	1627.51	1841.88
其他	28512.34	31214.28	34345.26	38481.83	归属母公司净利润	26690.66	30095.92	33729.60	38175.49
非流动负债	271.39	316.53	316.53	316.53	EBITDA	36038.00	39305.46	44110.52	49925.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	6.88	7.75	8.69	9.83
其他	271.39	316.53	316.53	316.53					
负债合计	36030.54	39385.90	43293.00	48471.03	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	2659.13	4110.30	5737.81	7579.69	营业收入	11.72%	11.70%	11.00%	13.00%
归属母公司股东权益	114025.06	129440.74	163193.32	201392.47	营业利润	14.20%	12.59%	12.08%	13.16%
负债和股东权益	152714.73	172936.94	212224.13	257443.19	归属母公司净利润	14.17%	12.76%	12.07%	13.18%
					毛利率	75.42%	75.55%	75.80%	76.00%
					净利率	36.08%	36.43%	36.78%	36.84%
					ROE	23.41%	23.25%	20.67%	18.96%
					ROIC	22.58%	22.20%	19.70%	18.03%
					资产负债率	23.59%	22.72%	20.35%	18.79%
					净负债比率	30.88%	29.40%	25.56%	23.14%
					流动比率	3.85	4.02	4.57	5.02
					速动比率	3.40	3.55	4.10	4.55
					总资产周转率	0.51	0.51	0.48	0.44
					应收帐款周转率	1481.15	2025.37	1893.84	1909.86
					应付帐款周转率	2.87	2.68	2.69	2.72
					每股收益	6.88	7.75	8.69	9.83
					每股经营现金	6.29	7.90	8.75	9.83
					每股净资产	29.38	33.35	42.04	51.87
					P/E	22.54	19.99	17.84	15.76
					P/B	5.28	4.65	3.69	2.99
					EV/EBITDA	16.91	12.59	10.45	8.47
					P/S	8.13	7.28	6.56	5.81

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍：食品饮料行业分析师。上海交通大学金融学硕士，7年食品饮料和其他消费品行业证券研究经验，重点覆盖酒类板块以及部分非酒标的。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。