

# 五粮液 (000858.SZ)

## 买入(首次评级)

当前价格: 168元

目标价格: 238元

### 需求场景的最优选择,量价逻辑的持续发力

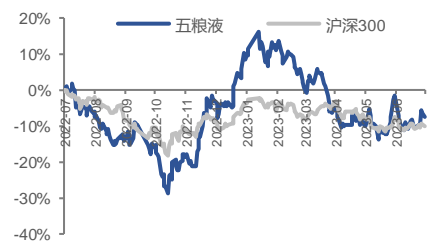
#### 投资要点:

- 营收利润稳定增长,疫后动销旺盛,库存当前已回落至良性水平。**2022年五粮液实现营业收入739.69亿元,在疫情三年中保持每年迈上一个100亿台阶,显示出了较强的韧性。疫情放开后,23年1-5月公司在全国26个营销大区普五的销售均实现两位数增长,动销拉动下库存已回落至合理水平。
- 五粮液作为千元价格带领跑者,上可承接茅台溢出红利,向下在消费频次下降时则成为次高端的高效替代品,能够上下挤压对手。**向上:疫后人均可支配收入仍在恢复,茅台消费者或消费降级至五粮液。同时,相较于具有奢侈品和收藏属性的茅台,五粮液渠道库存过度囤积的可能性更低、终端开瓶率更高。向下:普五批价卡位千元价格带,对次高端产品批价的影响较大。在经济爬坡复苏期,消费频次降低时,品牌效应凸显,五粮液顺势成为次高端产品的高效替代品,抢占次高端品牌的市场份额。
- 产品端,公司矩阵不断完善,普五根基稳固,系列酒结构持续优化。**公司主品牌“1+3”定位清晰,超高端501和文化定制酒对普五分别起到向上拉伸和内增品牌内涵的支撑作用,经典五粮液未来有望成为第二支柱。系列酒方面,公司产品结构不断优化,聚焦五粮春、五粮特曲、五粮醇、尖庄四大单品,腰部力量不断夯实。
- 渠道改革不断深化,经销商的长期合作意愿保障销量。**品牌力支撑渠道信心,经销商的忠诚度造就了五粮液强大的回款能力。品牌力的打造离不开渠道端的长期深耕,公司“二次创业”以来持续推进的深化改革进程,推进扁平化驱动建设,推动数字化建设,强化终端管控,成效已见。
- 盈利预测与投资建议:**预计公司2023-2025年归母净利润将达到308/356/408亿元,同比分别增长16%/15%/14%。在消费渐进式增长的背景下,五粮液可通过上下挤压对手,承接用酒需求。给予公司2023年30倍PE,对应目标价238元/股,首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示:**批价大幅下滑风险;动销不及预期的风险等。

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3882/3882
总市值/流通市值(百万元)	653663/653649
每股净资产(元)	28.83
资产负债率(%)	19.09
一年内最高/最低(元)	212.66/130.47

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 刘畅

执业证书编号: S0210523050001

邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪

执业证书编号: S0210523060001

邮箱: zdx30145@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,209	73,969	84,872	96,524	108,708
增长率(%)	16%	12%	15%	14%	13%
净利润(百万元)	23,377	26,691	30,841	35,617	40,756
增长率(%)	17%	14%	16%	15%	14%
EPS(元/股)	6.02	6.88	7.95	9.18	10.50
市盈率(P/E)	28	24	21	18	16
市净率(P/B)	7	6	5	4	3

数据来源:公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键假设：

**假设 1)：**在当前经济承压的环境下，普五成为商务消费需求的最优选择，通过上下挤压对手，承接用酒需求，预计 23 年量增是其增长的主驱动力，五粮液酒 23-25 年销量增速分别为 9%/6%/6%。五粮液酒的价增驱动增长预计在 24-25 年将更为显现，预计 23-25 年吨价增速分别为 1%/6%/3%，带动毛利率分别为 87%/88%/88%。

**假设 2)：**公司系列酒持续优化产品结构，向中高价位产品聚焦，22 年吨价实现了 56.61%的较好增长。在 22 年高增长的基数下，结合公司产品结构持续升级的趋势，预计 2023-25 年系列酒吨价增速分别为 6%/13%/13%；销量方面，22 年由于系列酒部分低档贴牌产品削减，销量下降，预计 23 年起在公司聚焦打造 4 个全国性品牌的战略下，系列酒销量会重新回归增长，23-25 年销量增速分别为 22%/9%/10%。产品结构升级带动毛利率提升，23-25 年系列酒毛利率预计为 62%/63%/64%。

### 我们区别于市场的观点：

由于商务场景是千元价格带白酒消费的重要组成部分，市场认为在经济修复期，商务消费尚未恢复对千元价格带品牌影响较大，压缩五粮液增长空间。但我们认为，在当前经济稳复苏、疫后消费渐进式成长的宏观背景下，五粮液迎来了巩固和强化市场份额的难得机遇，原因包括（1）在包括疫情在内的经济承压时期，行业加速出清，品牌效应凸显，马太效应下红利加速向头部集中，五粮液作为千元价格带第一品牌，优势将持续扩大；（2）五粮液本身最能承接茅台受限于产能的外溢红利，特别是当前疫后人均可支配收入仍在恢复的时期，茅台消费者或消费降级至五粮液；（3）在消费力恢复期，当消费频次降低时，在必要的商务消费场景下，次高端消费者将在用酒上出现消费升级，普五成为次高端产品的高效替代品，可抢占次高端品牌的市场份额。

市场认为，普五批价短期内如果破千乏力，或影响公司整体增长。但我们认为，不同于具有奢侈品及收藏属性的茅台，五粮液的批价增长更为稳定，导致其库存过度囤积的可能性更低，叠加当前五粮液加速对商务消费场景的份额占领，五粮液的终端开瓶率有保障，长期有助于五粮液量与价的良性增长。长期来看，经济发展带动商务活动繁荣的大方向不变，白酒具有社交属性，随着经济复苏，企业、投资修复，需求端扩容和升级带动五粮液量价齐升的底层逻辑将长期存在。

### 股价上涨的催化因素：

五粮液动销超预期，普五批价增长超预期，经济增速上升带动白酒商务消费景气度上行等。

### 估值与目标价：

公司是全国性高端酒企，因此选取同为全国性高端酒企的贵州茅台、泸州老窖作为可比公司。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 27/23/19 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 308/356/408 亿元，同比分别增长 16%/15%/14%。在消费渐进式增长的背景下，五粮液可通过上下挤压对手，承接用酒需求。给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 238 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

### 风险提示：

批价大幅下滑风险、普五动销不及预期的风险等。

## 正文目录

1	业绩持续显韧性，库存良性，批价向上有空间	4
2	五粮液持续领跑高端白酒行业开瓶率，未来有望上下挤压对手	4
2.1	马太效应下龙头优势扩大，五粮液地位傲然	4
2.2	向上：消费力修复期承接茅台溢出红利，五粮液高开瓶率确定性强	5
2.3	向下：消费频次下降时，五粮液成为次高端的高效替代品	7
3	产品结构日趋完善，普五根基稳，向上再发力	9
4	渠道深化改革有支撑，经销商有信仰，销量有保障	11
5	盈利预测与估值分析	13
6	风险提示	15

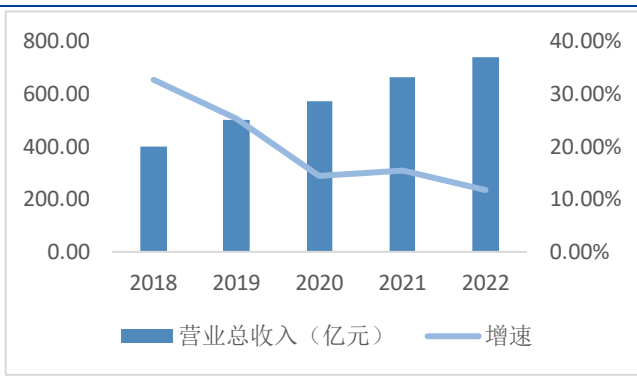
## 图表目录

图表 1：五粮液营收及增速变化	4
图表 2：五粮液利润及增速变化	4
图表 3：2020 年高端白酒销量市场份额	5
图表 4：2021 年高端白酒销量市场份额	5
图表 5：茅、五、泸出厂价与一批价变化	5
图表 6：普五出厂价与一批价走势	6
图表 7：千元价格带主流单品	7
图表 8：当前 PMI 指数在荣枯线震荡	8
图表 9：城镇居民人均可支配收入尚未恢复	8
图表 10：五粮液产品矩阵	10
图表 11：五粮液和系列酒营收持续增长	11
图表 12：五粮液产品销量持续提升	11
图表 13：五粮液吨价持续提升	11
图表 14：毛利率保持上行趋势	11
图表 15：五粮液 7 大营销中心覆盖 26 个营销战区	12
图表 16：五粮液专卖店数量持续上升	13
图表 17：五粮液产品销量持续提升	13
图表 18：业务拆分	14
图表 19：可比公司	14
图表 20：财务预测摘要	16

## 1 业绩持续显韧性，库存良性，批价向上有空间

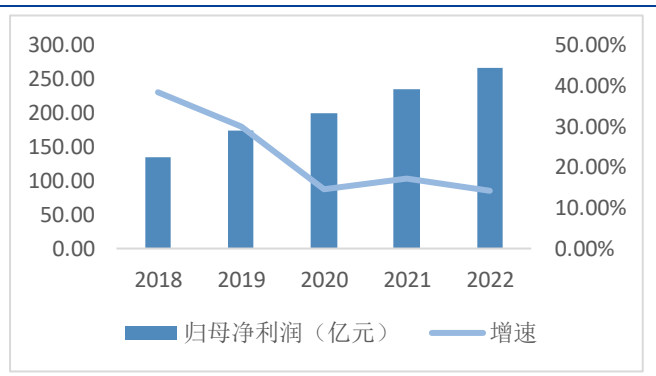
**营收利润稳定增长，韧性强劲。**2022年五粮液实现营业收入739.69亿元，同比增长11.72%，首次突破700亿，在疫情三年中保持每年迈上一个100亿台阶。盈利端，2022年五粮液实现归母净利润266.91亿元，同比增长14.17%。经历了2012-2015年受“三公禁令”导致的行业深度调整期后，五粮液是白酒行业唯一一家连续7年营业收入、利润总额保持两位数增长的企业，在疫情三年消费场景缺失严重的背景下仍表现出了较好韧性。

图表 1：五粮液营收及增速变化



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 2：五粮液利润及增速变化



数据来源：Wind，华福证券研究所

**疫后动销旺盛，库存当前已回落至良性水平。**随着后疫情时代的到来，五粮液23年开门红动销良好，今年1月五粮液产品发货量和动销量均同比保持两位数增长，其中发货量同比增长超过30%。根据五粮液2022年度股东大会，五粮液23年1-5月全国26个营销大区普五的销售均实现两位数增长，部分大区实现了20%+的增长。五一期间，五粮液浓香酒开瓶量同比增长109%，线下销售较去年同期增长1倍，线上销售为去年同期的1.5倍。在动销的拉动下，疫情期间积累的库存消化迅速，当前已回落至合理水平，后续量与价的平衡理性增长可期。

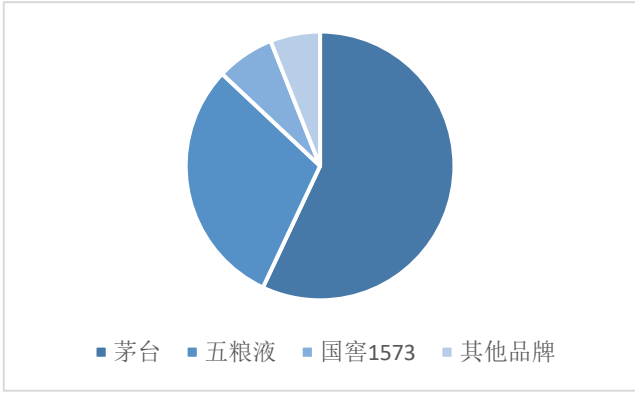
## 2 五粮液持续领跑高端白酒行业开瓶率，未来有望上下挤压对手

### 2.1 马太效应下龙头优势扩大，五粮液地位傲然

**高端白酒壁垒坚固，千元价格带格局明确。**高端白酒的壁垒源于品牌培育和消费者心智教育的长周期培育，同时工艺导致的供给稀缺长期存在，且受到量价、渠道模式、产品定位等因素影响，形成了如今茅五泸寡头垄断的格局。对于千元价格带的白酒，老牌名酒五粮液和泸州老窖地位稳固，其中，五粮液的品牌力在千元价格带占据绝对的优势，同时拥有良好的消费者基础。在疫情下，行业加速出清，品牌效应凸显，

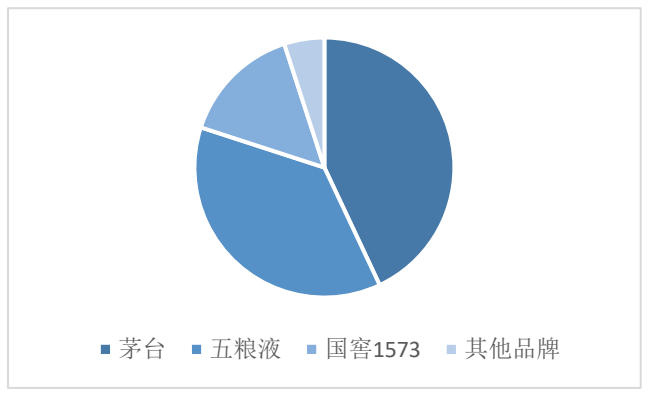
马太效应下行业扩容红利持续向头部集中，作为千元价格带第一品牌，未来优势将持续扩大。

图表 3：2020 年高端白酒销量市场份额



数据来源：头豹研究院，华福证券研究所

图表 4：2021 年高端白酒销量市场份额

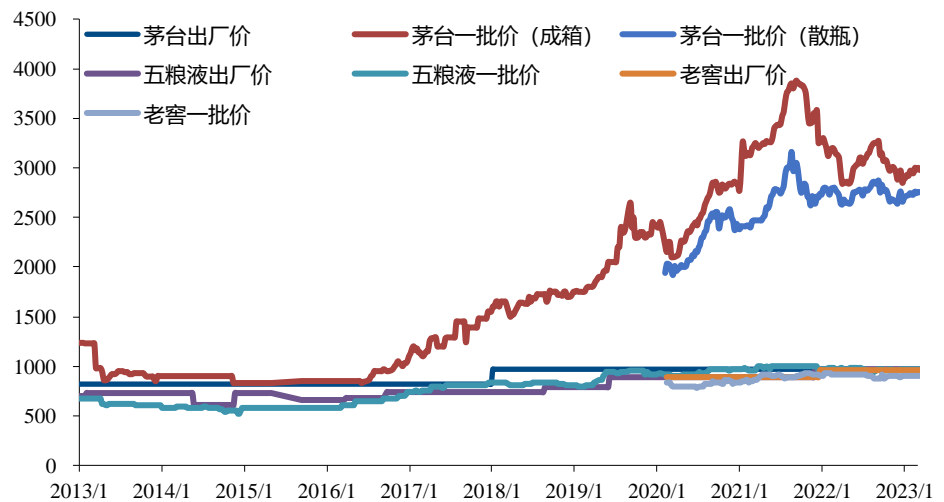


数据来源：观研天下，华福证券研究所

## 2.2 向上：消费力修复期承接茅台溢出红利，五粮液高开瓶率确定性强

茅台打开高端酒天花板，五粮液在消费力修复阶段最有可能承接茅台溢出的红利。飞天茅台作为超高端白酒龙头，向上提升行业天花板至 2000 元以上，为飞天以下的高端酒产品留足了价值空间。普五凭借其多年沉淀的高端酒定位和扎实的消费者粘性，在千元价格带具备绝对的领先地位，是当前千元价格带最具规模的超级单品，最有可能承接茅台溢出的红利。在当前疫后人均可支配收入仍在恢复的阶段，茅台消费者或消费降级至五粮液普五，强化五粮液在商务消费的市场份额。

图表 5：茅、五、泸出厂价与一批价变化



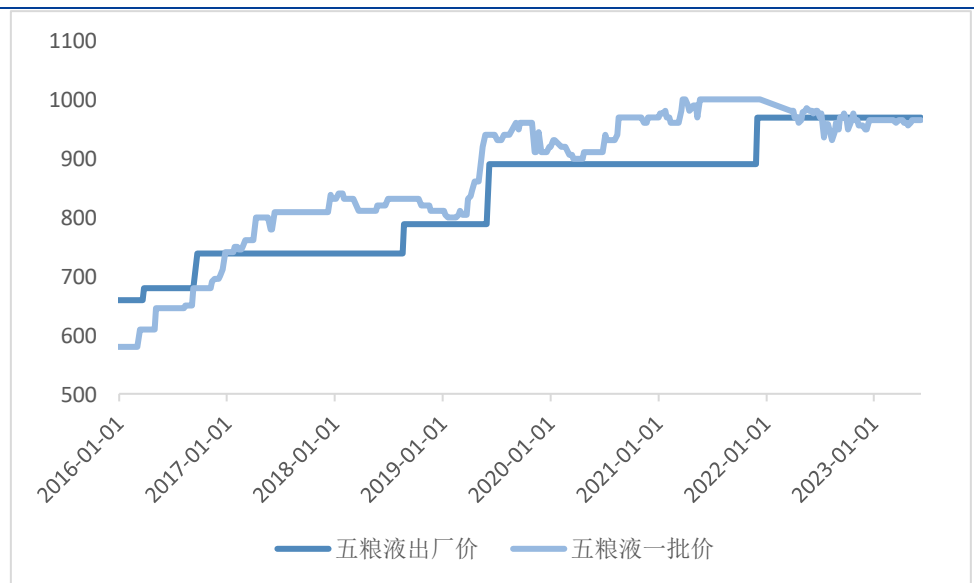
数据来源：今日酒价，Wind，华福证券研究所



相较于具有奢侈品收藏属性的茅台，五粮液的批价增长更为稳定，渠道库存过度堆积的可能性更低，终端开瓶率更真实、有保障。白酒本身属性多元，茅台由于产能受限，叠加其作为专供特殊酒已近三十年，更是在消费品之外具备了收藏和奢侈品的属性，2016年开始的茅台价格快速增长亦导致其具备一定的投资属性。一方面，这些属性为茅台的超高端龙头地位提供了多点支撑；而另一方面，消费之外的多重属性亦影响了茅台的开瓶率。相较于茅台，五粮液由于批价增长更稳定，消费品的属性更明确，长期导致其开瓶率更为稳健。

价格是供求关系的体现，复盘普五批价走势，可以印证普五终端动销向开瓶率的高转化度。例如2019年，受宏观政策以及民营经济的提升，叠加“酱酒热”下茅台产能受限形成了高端白酒需求外溢，五粮液顺利推出八代普五并提高出厂价，验证了普五批价与消费的供求相关性强。同样，需求端热度和信心的不足亦导致了普五批价破千失败：21年11月底，五粮液对普五计划外出厂价做出调整，计划外价格从999元/瓶提升为1089元/瓶，计划内889元/瓶不变，计划内外比例为3:2，综合成本提升至969元/瓶，并在22年初采取了较为严格的控货挺价措施，将批价提升至千元的决心较强，根据今日酒价，批价最高提升至980元。但是之后由于22年Q2华东疫情爆发，经济明显承压，消费场景和信心缺失，白酒需求不足，部分经销商出现抛货行为，渠道无法形成推价合力，批价表现较为疲弱，8月最低跌到了930元。历史验证，普五批价的提升与需求端消费频次和用量的真实提升呈高相关性，证明普五在终端能够被真实消化，而非转化为囤积的社会库存。

图表 6：普五出厂价与一批价走势



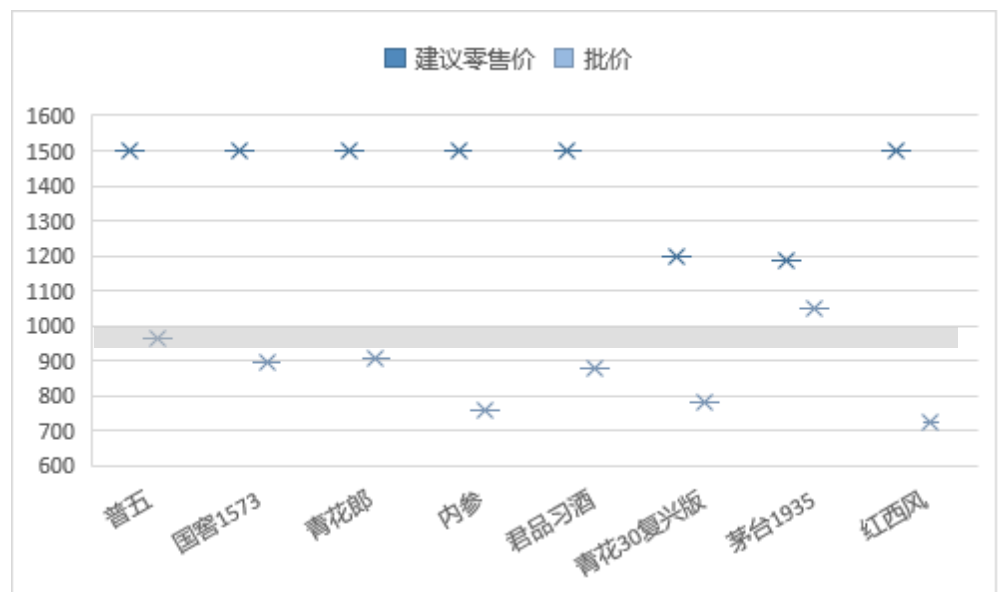
数据来源：今日酒价，Wind，华福证券研究所

“三收缩三确保”策略下，公司普五的科学、精准投放将持续助力普五终端开瓶率的良性，保障大单品的可持续健康成长。2022 年股东大会中，公司已明确表示未来会减少第八代五粮液低质量投放，实现“三收缩三确保”：收缩低质量销售配额、确保经销商计划量与其真实动销能力相匹配；收缩低质量销售区域、确保区域市场计划量与本地市场需求相匹配；收缩低质量经销权、确保产品稀缺性与经销商综合实力相匹配。在产品精准的投放下，公司的动销真实性逻辑将持续存在，支撑五粮液成为酒桌上消费频次最高的高端产品，进而巩固和助长其消费氛围。

### 2.3 向下：消费频次下降时，五粮液成为次高端的高效替代品

五粮液作为千元价格带的领跑者，深厚根基，短期内竞品价格无法实现对普五的超越。茅台由于身兼奢侈品等属性，产品溢价较高，已与其他白酒产品的价格拉开较大差距。而作为千元价格带领跑者，普五的批价则在白酒价格带上成为了“一夫当关，万夫莫开”的存在，对次高端产品在千元价格带的布局，以及次高端品牌核心产品的价格带天花板的打开有关键作用。当前，千元价格带主要产品的建议零售价普遍以普五为标杆进行对标，但批价上，与普五有相同或相近的建议零售价的大单品，除茅台1935 以外，实际批价无法超于普五，批价的增长亦多跟从普五批价变化。普五批价持续领先，是千元价格带乃至次高端的风向标。

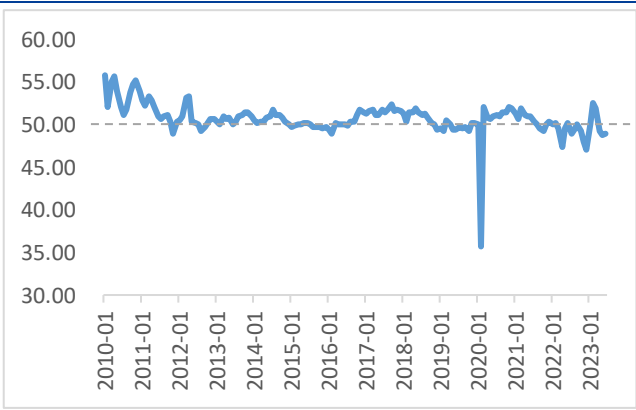
图表 7：千元价格带主流单品



数据来源：今日酒价（批价对应日期为 2023 年 6 月 6 日），新浪财经，中食财经，酒业网，中国经济网，中科财经，华夏时报，酒时讯，华福证券研究所

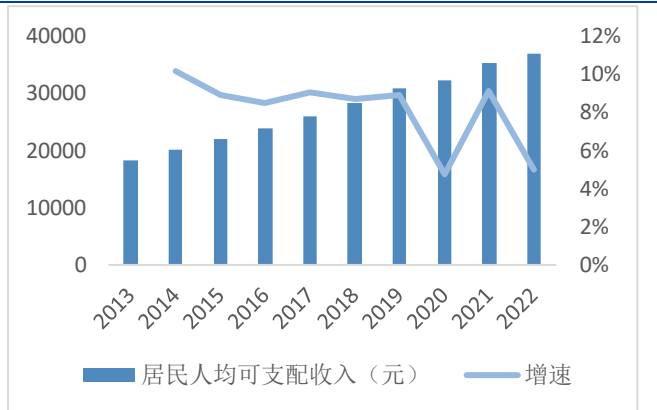
中短期看，在当前的经济持续爬坡复苏期，消费频次降低时五粮液是次高端产品的高效替代品。疫情三年社会经济发展被按下了暂停键，从政商务需求来看，现阶段整体仍然偏弱。国家统计局公布的数据显示，5月社会消费品零售总额增速自去年12月以来首度放缓，较上月回落5.7个百分点；6月制造业PMI上行0.2个pct至49%，连续3个月在荣枯线之下运行。从企业规模看，大型企业PMI为50.3%，比上月上升0.3pct；中型企业PMI为48.9%，比上月上升1.3pct；小型企业PMI为46.4%，比上月下降1.5pct，更接近市场终端的小型企业PMI指数在收缩区间继续回落，说明当前市场需求仍不足。在经济与消费的恢复期，结合当前行业量降价升的大背景，“少喝酒”、“喝好酒”的需求更为凸显。次高端品牌往往具有一定的区域性，尚未完成全国化，在激烈的市场竞争下，次高端产品的消费者认知度与粘性与茅五泸仍有一定差距。因此，在消费频次降低时，面对必要的宴请等消费场景，消费者往往会更注重单次的消费质量，进而选择品牌力更强的茅五泸。茅五泸三大品牌中，茅台的价格与次高端品牌核心产品的差异较大，而五粮液与泸州老窖中，更有先发优势和消费者基础的五粮液则更具优势，成为次高端产品更常用的高效替代品。

图表 8：当前 PMI 指数在荣枯线震荡



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 9：城镇居民人均可支配收入尚未恢复



数据来源：Wind，华福证券研究所

长期来看，经济发展带动商务活动繁荣的大方向不变，中短期龙头红利后，经济与商务的欣欣向荣带动五粮液量价齐升的逻辑依然稳健。普五所在的千元价格带的消费场景为政商两元，政务消费相对刚需，而商务消费则随着经济复苏，企业、投资修复，具备较好弹性。对于政商务消费而言，其与经济增长水平、项目开工的相关度较高。尽管短期内经济仍在压力下持续修复，但在世界经济增长乏力，美欧等发达国家集体收紧货币政策的背景下，我国 Q1 国内生产总值同比增长 4.5%，经济需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解。在我国产业链供应链持续恢复、消费端五一消费意愿旺盛，叠加消费政策持续发力的背景下，基于国家经济复苏的大背景，白酒



板块长期韧性不改。此外，在经济修复期内，白酒消费实际上会领先于宏观经济。疫情放开以来，23年一季度白酒上市公司普遍开门红顺利，五粮液动销表现超预期，说明随着商业活动持续积极预热筹备，后续经济增长会反哺带动普五销售。故长期来看，经济发展带动五粮液量价齐升的逻辑依然稳健，中短期五粮液蓄力后，长期依然行稳致远。

### 3 产品结构日趋完善，普五根基稳，向上再发力

公司持续强化主品牌“1+3”和系列酒聚焦4个全国性战略品牌产品战略，结构清晰完善。“1+3”矩阵中，“1”是指主品牌核心大单品52度五粮液（八代普五）；“3”是指超价值标杆的高端产品501、高端战略大单品经典五粮液，以及定制酒和文化酒；4个全国性战略品牌包括五粮春、五粮特曲、五粮醇、尖庄。价格带覆盖上，五粮液占据千元价格带王者位置，向上提升有力，向下系列酒背靠强势品牌从容覆盖中低端价格带。

核心大单品是白酒品牌的根基所在，主品牌下各个产品的核心目的目前主要在于上拉、侧面支撑、衍生环绕，拱卫支撑普五。具体来说，大单品普五是五粮液的核心，扎根位置关键的千元价格带；超高端501基酒取自501车间，每年限量发售501瓶，每一瓶都拥有限量编号，极具稀缺性，对标茅台年份酒，对品牌起到向上拉升高度的作用；文化定制酒内增品牌内涵。经典五粮液当前则仍为侧面支撑，未来有望成为第二支柱。普五的稳健既得益于其他大单品的举托，而普五稳定的根基造就的品牌力同时又在支撑其他大单品的升级与增长。经典五粮液卡位两千元价格带，对标飞天茅台。

系列酒结构清晰，腰部力量不断夯实。从消费场景来看，经过此前的瘦身战略，清退了大量透支五粮液主品牌力的系列酒产品后，当前系列酒四大战略单品定位已经清晰。与白酒黄金十年相比，当前白酒需求结构已经发生改变，从此前的政商务需求为主逐渐转变为大众消费，系列酒增长空间广阔。基于高端主品牌的消费者认知度，五粮液在向下带动系列酒升级与放量的过程中具备优势。在主品牌的带动下，五粮液浓香酒以动销为目标，逐渐夯实腰部力量，23年五月旺季单日开瓶扫码创历史新高，其中五粮春开瓶量同比增长835%，增速亮眼，五粮醇/五粮特曲开瓶量分别同比提升157%/128%。公司目标将五粮春打造成50亿级大单品，五粮特曲打造成20亿级大单品和“特曲类第一品牌”，将五粮醇打造成50亿级大单品和“中价位醇香第一品牌”，

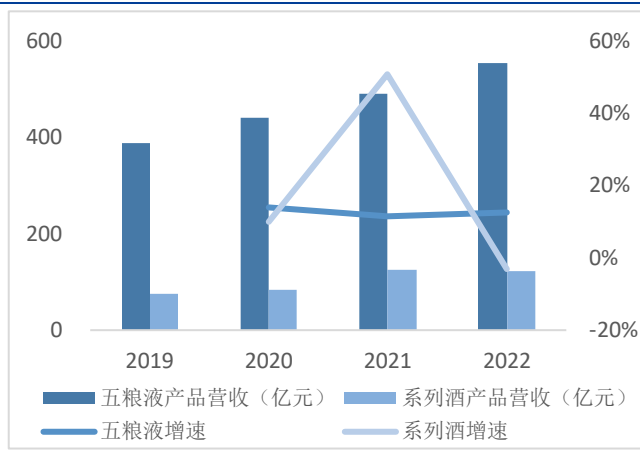
将尖庄打造成 100 亿级大单品和“民酒类第一品牌”，形成完整的系列酒产品体系，多轮驱动成长。

**图表 10：五粮液产品矩阵**

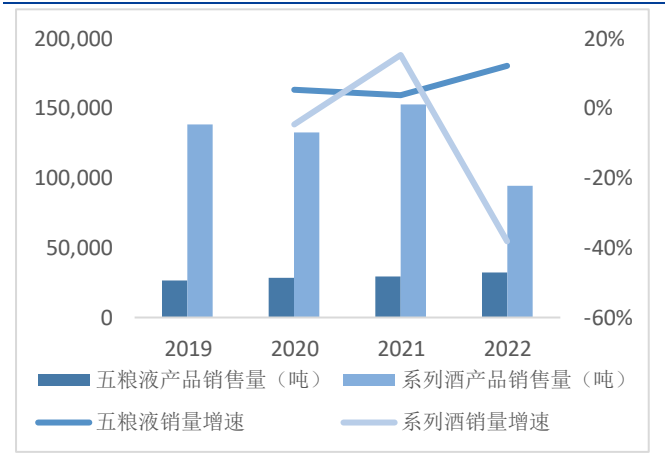
产品策略	具体内容	产品批价	京东零售价	定位	主要消费场景	
主品牌 “1+3”	“1”个核心 普五（八代）	965 元 52° /500ml	1098 元 52° /500ml	千元价格带带领者， 五粮液核心大单品	政商务宴请、高端礼 赠等	
	“3”	501 五粮液(明 池、清池)	/	定位十万级	拉高品牌高度，对标 茅台年份酒	超高端珍藏、礼赠等
		经典五粮液	1440 元 52° /500ml	1568 元 52° /500ml	未来有望成为公司第 二支柱	政商务宴请、高端礼 赠等
		文化定制酒	/	/	提升品牌价值，丰富 品牌内涵	政商务宴请、高端 礼赠等
系列酒 品牌矩阵	4 个 全国 性战 略单 品	五粮春	207 元 50° /500ml	268 元 50° /500ml	腰部大单品，次高端 核心产品	大众宴席消费 商务团购等
		五粮特曲	125 元 52° /500m	258 元 52° /500ml	聚焦宴席消费与商务 团购	
		五粮醇	43 元 50° /500ml	59 元 50° /500ml	重点通过宴席政策扩 大市场	大众自饮 家庭宴席等
		尖庄	40 元 50° /500m	59 元 50° /500ml	大众口粮酒，“民酒 第一品牌”	

数据来源：乐酒圈，酒犀网，京东商城（价格为 2023 年 6 月 6 日旗舰店价格），新浪新闻，华福证券研究所

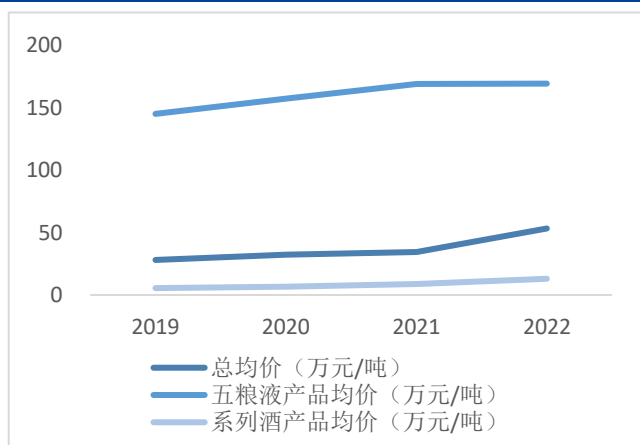
**产品结构优化，吨价与毛利率上升。**2019-2022 年五粮液产品/系列酒收入 CAGR 分别为 12.68%/17.05%。2022 年，公司五粮液产品/系列酒产品收入分别为 553.35/122.27 亿元，占比分别为 74.81%/16.53%，同比分别变化 12.67%/-3.11%。分量价来看，五粮液产品量价齐升，2022 年五粮液产品销量同比增长 12.21%，吨价亦有所提升，主品牌价格稳定，销量拉动营收实现双位数增长，毛利率同比增长 0.97pct。2022 年，系列酒销量同比减少 38.13%，主要系公司优化产品结构，向中高价位产品聚焦，叠加 2021 年公司低价位产品销量基数较高所致。系列酒的吨价从 2019 年的 5.5 万元/吨增长到了 2022 年的 12.95 万元/吨，系列酒毛利率从 2019 年的 55.7% 增长到了 2022 年的 60.67%，结构优化对利润水平提升作用显著。

**图表 11：五粮液和系列酒营收持续增长**


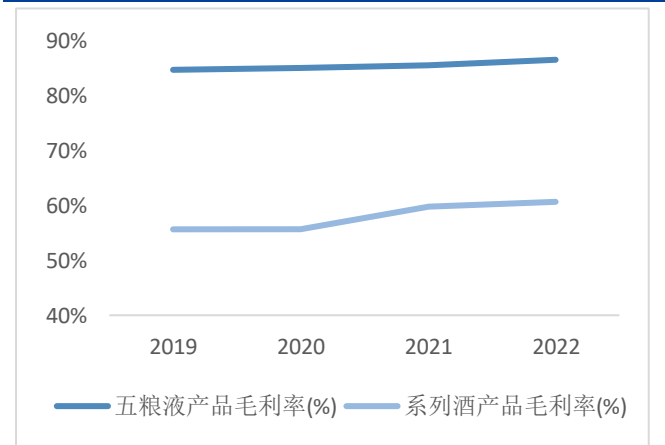
数据来源：公司年报，华福证券研究所

**图表 12：五粮液产品销量持续提升**


数据来源：公司年报，华福证券研究所

**图表 13：五粮液吨价持续提升**


数据来源：公司年报，华福证券研究所

**图表 14：毛利率保持上行趋势**


数据来源：公司年报，华福证券研究所

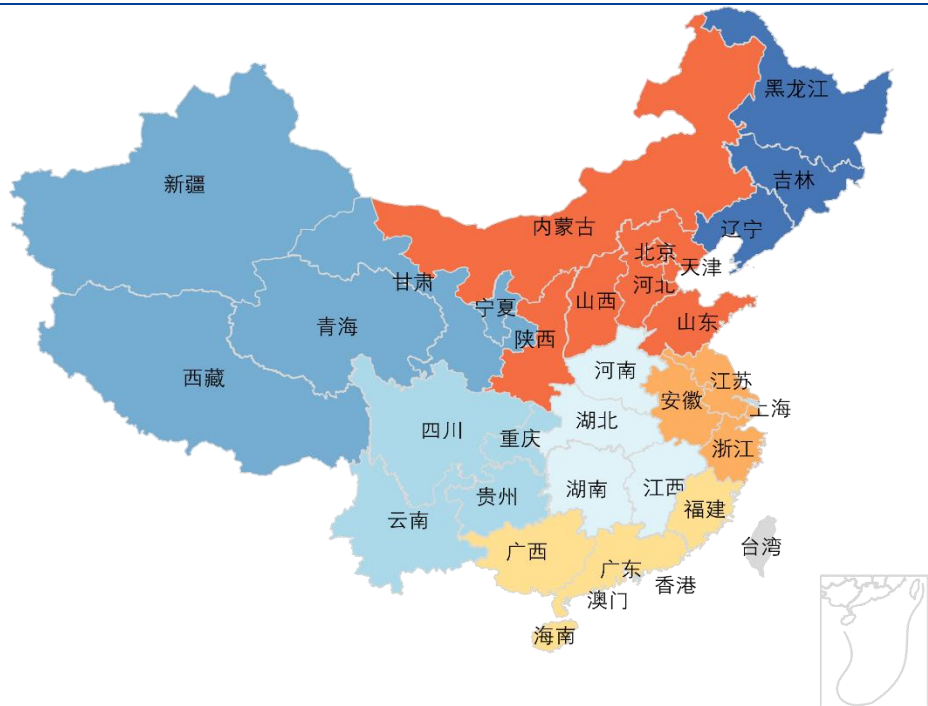
#### 4 渠道深化改革有支撑，经销商有信仰，销量有保障

品牌力支撑渠道信心，经销商的忠诚度造就了五粮液强大的回款能力，在当前的行业环境下是极其难得的屏障。白酒行业采取的先款后货的模式为企业形成了天然的“蓄水池”，能够顺滑业绩、抵御风险，但稳固的“蓄水池”背后是厂商之间的长期共赢与相互信任在支撑。从经销商的角度看，经销商的打款意愿主要取决于渠道利润、终端动销、对产品的未来价格预期，以及与品牌长期合作的忠诚度。行业上行时，市场需求旺盛，各品牌百花齐放，而当市场增长乏力时，经销商打款往往更为谨慎，更趋于选择五粮液等头部高稳定性品牌，品牌间打款进度的分化得以体现。作为行业龙头，五粮液的品牌力、产品力及渠道力强大且稳定，致使经销商与公司长期合作的意愿较高。在长期合作共赢的导向下，经销商对五粮液核心产品的短期变动的包容度、

对新品的接受意愿均较高。此外，五粮液在渠道上目前仍以大商为主，资金实力雄厚的大商本身更具有风险的抵御能力。在上述影响的共同作用下，五粮液回款能力较强，现金流可控，进而导致公司在量增与价增的平衡中更游刃有余，在价增动力不足时能够完成顺利换挡，保障销量。

**品牌力的打造离不开渠道端的长期深耕，五粮液“二次创业”以来渠道端硕果累累。**自公司 2022 年人事调整落定以来，新一届领导班子继承 2017 年公司“二次创业”以来持续推进的深化改革进程，推进扁平化驱动建设，推动数字化建设，强化终端管控。2019 年，公司将 7 个营销中心划分为 21 个营销战区，2022 年又调整为 26 个营销大区，构建“总部管总，战区主战”模式，总部负责公司整体的营销策略和战略方向，战区负责具体的项目推进，战区与总部财务垂直管理，促使营销终端贴近市场，提高灵活应对市场效能。

**图表 15：五粮液 7 大营销中心覆盖 26 个营销战区**

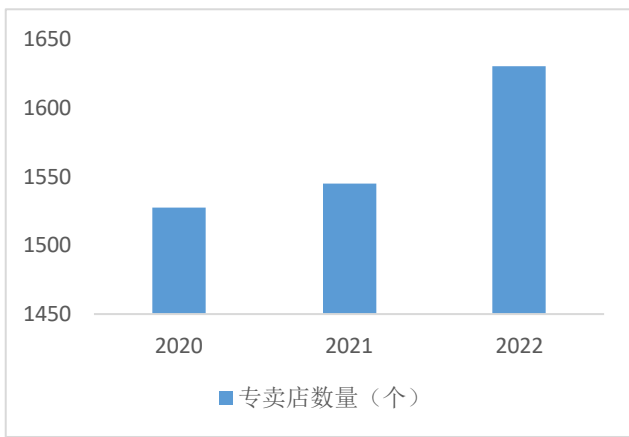


数据来源：公司官网，华福证券研究所

**推进数字化建设，提高公司对经销商和终端的管控效率。**公司为了提高对经销商和终端的管控效率，同时为了减少对大商的依赖，17 年起公司与 IBM 合作开启数字化转型之路，2018 年完成五数字化转型蓝图规划，辅助公司进行商家管理、库存管理、市场秩序管理，2019 年启动智慧零售体系建设项目，利用大数据、云计算等技术全面升级五粮液专卖店，提前锁定客户消费订单和消费信息，强化市场布局。截止 2020 年，五粮液到终端的渠道透明度已达到 89.6%，终端掌控力提升卓有成效。

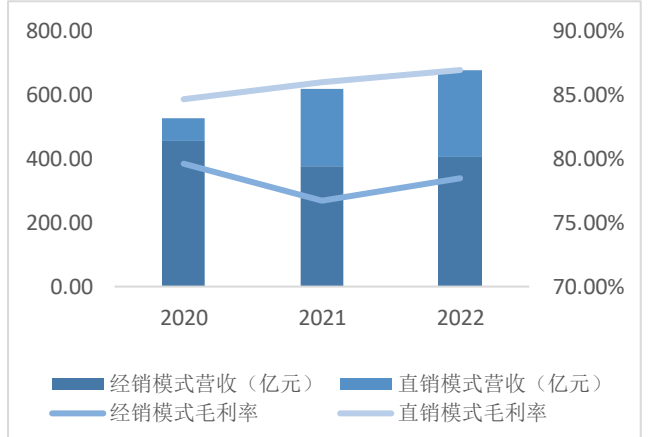
**持续强化直销渠道，向新拓展渠道倾斜。**公司持续建设直销渠道，目前包括团购销售模式、专卖店模式（2022年调整为直销模式）、线上销售模式。近年来，公司直销渠道营收占比逐年增加，2022年占比40%。23年，公司已明确表示传统渠道不增量，将继续向新拓展渠道倾斜。早在2017年起，公司便在渠道端优化原有经销商配额，扩招小商进入经销队伍，降低公司对大商的依赖。同年推进“百城千县万店”工程，计划在上百个大中城市、上千个重点县区建设上万家高质量的核心销售终端，当年专卖店增至1000+家。从报表端看，2022年公司直销渠道毛利率为86.92%，较经销渠道的78.51%高8.41pct，带动盈利能力的进一步提升。

图表 16: 五粮液专卖店数量持续上升



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 17: 五粮液产品销量持续提升



数据来源：公司年报，华福证券研究所（注：22年公司将专卖店调整至直销模式，21年口径对应修改，导致21年直销模式占比快速提升）

## 5 盈利预测与估值分析

我们预计在疫后经济稳步复苏、消费渐进式增长的宏观背景下，公司的量价仍有上升空间。

**五粮液：**在当前经济承压的环境下，普五成为商务消费需求的最优选择，通过上下挤压对手，承接用酒需求，预计23年量增将为公司增长的主驱动力，23-25年销量增速分别为9%/6%/6%。价增驱动增长预计在24-25年将更为显现，预计23-25年吨价增速分别为1%/6%/3%，带动毛利率分别为87%/88%/88%。

**系列酒：**公司系列酒持续优化产品结构，向中高价位产品聚焦，22年吨价实现了56.61%的较好增长。在22年高增长的基数下，结合公司产品结构持续升级的趋势，预计2023-25年系列酒吨价增速分别为6%/13%/13%；销量方面，22年由于系列酒部分低档贴牌产品削减，销量下降，预计23年起在公司聚焦打造4个全国性品牌的战略下，系列酒销量会重新回归增长，23-25年销量增速分别为22%/9%/10%。产品结构升级带动毛利率提升，23-25年系列酒毛利率预计为62%/63%/64%。



**图表 18：业务拆分**

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	73969	84872	96524	108708
YoY	12%	15%	14%	13%
营业成本（百万元）	18178	20902	23576	26262
YoY	11%	15%	13%	11%
毛利率	75%	75%	76%	76%
<b>五粮液</b>				
收入（百万元）	55335	61272	68527	75159
YoY	13%	11%	12%	10%
销量（吨）	32768	35811	37949	40234
YOY	12%	9%	6%	6%
吨价（万元/千升）	169	171	181	187
YOY	0%	1%	6%	3%
毛利率	87%	87%	88%	88%
<b>系列酒</b>				
收入（百万元）	12227	15854	19476	24176
YoY	-3%	30%	23%	24%
销量（吨）	94393	115414	125744	138696
YOY	-38%	22%	9%	10%
吨价（万元/千升）	13	14	15	17
YOY	57%	6%	13%	13%
毛利率	61%	62%	63%	64%
<b>其他业务</b>				
收入（百万元）	6406	7746	8521	9373
YoY	43%	21%	10%	10%
毛利率	7%	7%	7%	8%

数据来源：WIND，华福证券研究所测算

**相对估值比较：**公司是全国性高端酒企，因此选取同为全国性高端酒企的贵州茅台、泸州老窖作为可比公司。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 27/23/19 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 308/356/408 亿元，同比分别增长 16%/15%/14%。在消费渐进式增长的背景下，五粮液可通过上下挤压对手，承接用酒需求。给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 238 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**图表 19：可比公司**

公司	代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (摊薄) (元)				P/E				23PEG
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
贵州茅台	600519	20739	1722.8	49.93	58.95	68.82	79.73	35	29	25	22	1.8
泸州老窖	000568	3022	222.3	7.06	8.89	10.91	13.25	31	25	20	17	1.1
平均值				28.50	33.92	39.86	46.49	33	27	23	19	1.6
五粮液	000858	6366	168.4	6.88	7.95	9.18	10.50	24	21	18	16	1.4

数据来源：WIND，华福证券研究所，数据为 2023 年 7 月 18 日收盘价

## 6 风险提示

**普五批价大幅下滑的风险。**若终端需求不及预期,控货挺价的措施不能顺利传导,批价会面临下滑的风险,批价一旦下滑,就会降低渠道利润,影响渠道销售的积极性,会对公司业绩的稳定性和成长性造成影响。

**动销不及预期的风险。**如果高端酒需求不足、市场被其它酒企切割,公司市占率降低,销量下滑,会对公司业绩造成冲击。

图表 20：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	92,358	126,357	163,626	202,250	营业收入	73,969	84,872	96,524	108,708
应收票据及账款	156	180	205	231	营业成本	18,178	20,909	23,587	26,262
预付账款	136	252	284	317	税金及附加	10,749	12,391	14,093	15,871
存货	15,981	18,344	20,694	22,933	销售费用	6,844	7,545	8,485	9,338
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,068	3,251	3,620	4,077
其他流动资产	28,935	12,791	9,693	10,916	研发费用	236	255	290	326
流动资产合计	137,566	157,925	194,501	236,647	财务费用	-2,026	-2,185	-2,898	-3,657
长期股权投资	1,986	1,986	1,986	1,986	信用减值损失	-1	-1	-1	-1
固定资产	5,311	4,884	5,754	9,102	资产减值损失	-26	-16	-16	-16
在建工程	3,771	5,041	7,601	7,601	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	519	546	580	587	投资收益	93	94	94	94
商誉	2	2	2	2	其他收益	187	201	201	201
其他非流动资产	3,561	3,598	3,637	3,669	营业利润	37,174	42,987	49,626	56,770
非流动资产合计	15,149	16,056	19,560	22,946	营业外收入	40	37	38	37
资产合计	152,715	173,981	214,061	259,593	营业外支出	110	151	151	151
短期借款	0	0	0	0	利润总额	37,104	42,873	49,513	56,656
应付票据及账款	8,135	9,436	10,715	12,007	所得税	9,133	10,553	12,188	13,946
预收款项	16	23	26	29	净利润	27,971	32,320	37,325	42,710
合同负债	12,379	14,428	16,409	18,480	少数股东损益	1,280	1,479	1,708	1,954
其他应付款	4,618	4,618	4,618	4,618	归属母公司净利润	26,691	30,841	35,617	40,756
其他流动负债	10,611	10,881	11,315	11,999	EPS (摊薄)	6.88	7.95	9.18	10.50
流动负债合计	35,759	39,386	43,083	47,134					
长期借款	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	271	271	271	271	<b>成长能力</b>				
非流动负债合计	271	271	271	271	营业收入增长率	11.7%	14.7%	13.7%	12.6%
负债合计	36,031	39,657	43,355	47,405	EBIT 增长率	14.2%	16.0%	14.6%	13.7%
归属母公司所有者权益	114,025	130,186	164,861	204,387	归母净利润增长率	14.2%	15.6%	15.5%	14.4%
少数股东权益	2,659	4,138	5,846	7,801	<b>获利能力</b>				
所有者权益合计	116,684	134,324	170,707	212,188	毛利率	75.4%	75.4%	75.6%	75.8%
负债和股东权益	152,715	173,981	214,061	259,593	净利率	37.8%	38.1%	38.7%	39.3%
					ROE	22.9%	23.0%	20.9%	19.2%
					ROIC	31.4%	31.5%	28.2%	25.6%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	23.6%	22.8%	20.3%	18.3%
经营活动现金流	24,431	47,818	39,216	40,077	流动比率	3.8	4.0	4.5	5.0
现金收益	26,521	30,648	34,916	39,624	速动比率	3.4	3.5	4.0	4.5
存货影响	-1,966	-2,364	-2,349	-2,240	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	23,854	-125	-41	-42	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4
经营性应付影响	2,826	1,308	1,282	1,295	应收账款周转天数	0	0	0	0
其他影响	-26,804	18,350	5,408	1,440	存货周转天数	297	295	298	299
投资活动现金流	-1,716	-1,324	-3,904	-3,879	<b>每股指标 (元)</b>				
资本支出	-1,369	-1,383	-3,953	-3,925	每股收益	6.88	7.95	9.18	10.50
股权投资	-75	0	0	0	每股经营现金流	6.29	12.32	10.10	10.32
其他长期资产变化	-272	59	49	46	每股净资产	29.38	33.54	42.47	52.66
融资活动现金流	-13,105	-12,495	1,956	2,427	<b>估值比率</b>				
借款增加	16	0	0	0	P/E	24	21	18	16
股利及利息支付	-12,681	-987	-1,288	-1,577	P/B	6	5	4	3
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	29	25	22	19
其他影响	-440	-11,508	3,244	4,004					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn