

WULIANGYE (000858)

Resilient sales performance highlights potential for quality improvement and fast growth in 2023

Buy (Maintain)

2 February 2023

Research Associate
Wen Rui

(852) 3982 3217

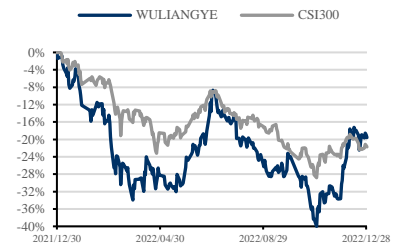
ruiraven@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	66,209	74,635	87,127	99,505
Growth (YoY %)	16%	13%	17%	14%
Net profit (RMB mn)	23,377	27,203	32,421	37,570
Growth (YoY %)	17%	16%	19%	16%
EPS (RMB)	6.02	7.01	8.35	9.68
P/E (X)	29.68	25.51	21.40	18.47

Investment Thesis

- 2022 has seen improvement in both scale and quality; the signature Baijiu's sales performance exhibited resilience:** Amidst Covid-19 and a sluggish economy, Wuliangye has kept a successful record in production and operations management, making progress in brand building, production capacity layout, marketing reform, etc. Wuliangye's signature Baijiu, Crystal, achieved strong sales performance in 2022. From January to September, 14 out of 21 markets in China maintained positive growth. Many achieved double-digit growth during the Mid-Autumn Festival and National Day peak season. Additionally, Classic Wuliangye were prudently shipped throughout the year, carrying out repurchase, volume control and price adjustments measures, with a focus on brand value improvement and consumer cultivation. Other baijiu series were also continuously optimized.
- Maintain stability while striving to improve quality and increase volume in 2023:** Moving forward into 2023, the company strives for breakthrough while maintaining steady growth. As for products, aside from consolidating the core position of Wuliangye 8th generation, the company plans to strengthen the market infrastructure of Wuliangye Classic by launching Classic 20 and Classic 30, and promote the R&D and operation of the customized special edition, which are more expensive than the signature Wuliangye. In addition, the company plans to systematically develop Old Baijiu and Jarred Baijiu to further enhance brand value. As for marketing, the company aims to optimize targeting strategy: maintain the traditional channels, whilst the increased volume would be geared toward high-quality sales regions, newly expanded channels, and personalized products. The planned supply would be in line with the actual demand of the local market, as well as the actual operational capacity of the dealers.
- With upgraded rewards, market confidence is expected to be further bolstered:** The total amount of incentive reward at this year's dealer conference increased significantly, up by 29% YoY. The number of award-winning dealers increased from 2,279 last year to 3,617 this year, marking 59% growth YoY. In general, 2023 will be an important year for consumption recovery, and it is also quite likely that the company will achieve double-digit growth this year. However, in addition to having a clearly defined development strategy and implementation measures, dealers' confidence is imperative given the current market conditions. As a result of wider reward coverage and higher total amount, the strong incentive is expected to increase the confidence of channel dealers.
- Earnings Forecast & Rating:** In view of the improved corporate management, a more favorable external environment, vigorous sales performance, as well as the progressive implementation of the 14th Five-Year Plan, we uphold our previous earnings forecast and expect that the net profit will increase by 16%/19%/16% YoY to Rmb27.20/32.42/37.57bn in 2022/2023/2024 respectively, corresponding to PE ratio at 26/21/19X. **We maintain Buy rating with WULIANGYE.**
- Risks:** Uncertain macro environment, weaker-than-expected product price raise, resurgence of coronavirus infections

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	178.75
52-week Range (RMB)	132.33/227.28
P/B (X)	6.46
Floating Market Cap (RMB mn)	693,808.34

Basic Data

BVPS (RMB)	27.65
Liabilities/Assets (%)	18.56
Total Issued Shares (mn)	3,881.61
Shares Outstanding (mn)	3,881.45

Related reports

《五粮液(000858): 2022 年三季报点评: 业绩超预期, Q3 真实动销表现较好》

2022-10-28

《五粮液(000858): 2022 年中报点评: 坚定双位数成长, 稳步推进发展》

2022-08-26

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Jun Tang* (汤军) and *Yingjie Wang* (王颖洁).

五粮液 (000858)

动销显韧性，期待来年提质高效发展

买入 (维持)

2023年02月02日

研究助理
芮雯

(852) 3982 3217

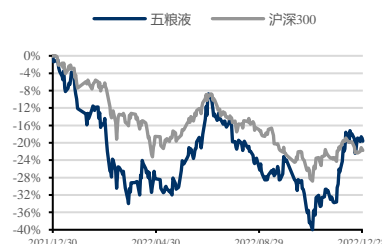
ruiraven@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	66,209	74,635	87,127	99,505
同比	16%	13%	17%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	23,377	27,203	32,421	37,570
同比	17%	16%	19%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	6.02	7.01	8.35	9.68
P/E (现价&最新股本摊薄)	29.68	25.51	21.40	18.47

投资要点

- 12月18日，主题为“守正创新启新程，和美与共谱新篇”的五粮液第二十六届12·18共商共建共享大会正式举行，我们前往宜宾参会，相关反馈如下：
- 2022年实现规模和质量双提升，普五动销韧性显。面对疫情反复、经济疲软的市场环境，五粮液实现了疫情防控和生产经营双胜利，从班子建设、品牌打造、产能布局、营销变革、文化建设各个维度实现了进展；此外，今年全年普五动销优秀，1-9月全国21个营销战区中14个战区动销保持正增长，其中中秋国庆旺季多个市场实现两位数增长，福建、辽宁等市场表现优秀，华东及华中多个市场动销持续良性增长。此外，经典五粮液全年谨慎发货，持续做回购+控货提价，以品牌价值提升和消费者培育为核心，持续优化调整，系列酒结构亦持续优化提升中。
- 2023年坚持稳中求进，有效提质，合理量增。2023年公司思路持续以“稳”应对，以“进”固稳，拔节起势，有望实现质的有效提升和量的合理增长。产品端，在巩固八代五粮液的核心大单品地位的同时，加强经典五粮液市场基础建设，择机推出经典20、经典30，还要有效推进五粮液文化定制酒的研发、上市和运营，价格均高于普五，加强老酒和封藏酒的系统性打造，旨在进一步提升价值感。市场端，优化投放策略，传统渠道不增量，新增计划量向高质量动销区域倾斜，向新拓展渠道倾斜，向个性化产品倾斜；区域市场计划量与本地市场需求相匹配，经销商计划量与其真实动销能力相匹配，做到因地制宜，合理量增。
- 奖励升级，有望持续提振市场信心。相比往年，此次经销商大会奖励支持总额大幅增长，同比+29%，获奖经销商数量从去年的2279家，提升到今年的3617家，同比+59%。整体来看2023年是消费复苏关键的一年，公司双位数增长确定性也比较强，但除了要有明确的发展方向、战略以及落地举措，对于当前的市场来说经销商的信心非常重要。公司通过更广覆盖面、更高的奖励总额来实现充分激励，有望逐步提振渠道经销商信心。
- 盈利预测与投资评级：内部管理改善，外部环境转暖，动销表现优秀，十四五目标逐年推进落实。我们维持2022-2024年归母净利润272.03/324.21/375.7亿元，同比+16%/19%/16%，当前市值对应PE为26/21/19X，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观环境不及预期，产品提价不及预期，疫情反复。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	178.75
一年最低/最高价	132.33/227.28
市净率(倍)	6.46
流通 A 股市值(百万元)	693,808.34

基础数据

每股净资产(元)	27.65
资本负债率(%)	18.56
总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股(百万股)	3,881.45

相关研究

《五粮液(000858): 2022年三季报点评: 业绩超预期, Q3 真实动销表现较好》

2022-10-28

《五粮液(000858): 2022年中报点评: 坚定双位数成长, 稳步推进发展》

2022-08-26

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢汤军和王颖浩的指导。

五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	122,138	153,845	180,637	209,672	营业总收入	66,209	74,635	87,127	99,505
货币资金及交易性金融资产	82,336	114,352	139,958	166,684	营业成本(含金融类)	16,319	17,135	19,191	21,110
经营性应收款项	25,760	25,047	26,298	28,753	税金及附加	9,790	10,897	12,634	14,557
存货	14,015	13,358	12,868	12,654	销售费用	6,504	7,314	8,495	9,652
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,900	2,985	3,756	4,209
其他流动资产	26	1,088	1,514	1,581	研发费用	177	186	217	254
非流动资产	13,483	15,398	17,080	18,827	财务费用	-1,732	-1,317	-1,830	-2,029
长期股权投资	1,911	2,232	2,466	2,553	加:其他收益	216	261	279	330
固定资产及使用权资产	6,308	7,162	8,003	8,897	投资净收益	97	123	138	156
在建工程	2,646	3,339	3,891	4,622	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	556	576	594	587	减值损失	-10	-20	-13	-11
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	-2	1	0	0
长期待摊费用	156	182	219	262	营业利润	32,552	37,800	45,068	52,227
其他非流动资产	1,904	1,904	1,904	1,904	营业外净收支	-102	-75	-89	-101
资产总计	135,621	169,243	197,717	228,499	利润总额	32,450	37,725	44,979	52,126
流动负债	33,616	47,931	53,810	58,888	减:所得税	7,943	9,218	10,998	12,747
短期借款及一年内到期的非流动负债	360	360	360	360	净利润	24,507	28,508	33,981	39,379
经营性应付款项	6,287	17,800	19,438	20,548	减:少数股东损益	1,130	1,304	1,560	1,809
合同负债	13,059	9,595	9,979	9,922	归属母公司净利润	23,377	27,203	32,421	37,570
其他流动负债	13,910	20,175	24,032	28,058	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.02	7.01	8.35	9.68
非流动负债	613	613	613	613	EBIT	30,725	36,118	42,834	49,722
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	31,642	36,698	43,477	50,431
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.35	77.04	77.97	78.78
租赁负债	355	355	355	355	归母净利率(%)	35.31	36.45	37.21	37.76
其他非流动负债	258	258	258	258	收入增长率(%)	15.51	12.73	16.74	14.21
负债合计	34,229	48,544	54,423	59,501	归母净利润增长率(%)	17.15	16.37	19.18	15.88
归属母公司股东权益	99,068	117,071	138,107	162,002					
少数股东权益	2,323	3,628	5,188	6,996					
所有者权益合计	101,392	120,698	143,294	168,998					
负债和股东权益	135,621	169,243	197,717	228,499					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	26,775	43,663	39,268	42,803	每股净资产(元)	25.52	30.16	35.58	41.74
投资活动现金流	-1,497	-2,447	-2,277	-2,402	最新发行在外股份(百万股)	3,882	3,882	3,882	3,882
筹资活动现金流	-11,269	-9,201	-11,385	-13,675	ROIC(%)	24.44	24.42	24.38	23.95
现金净增加额	14,008	32,016	25,606	26,726	ROE-摊薄(%)	23.60	23.24	23.48	23.19
折旧和摊销	917	581	643	708	资产负债率(%)	25.24	28.68	27.53	26.04
资本开支	-1,533	-2,222	-2,144	-2,428	P/E (现价&最新股本摊薄)	29.68	25.51	21.40	18.47
营运资本变动	1,547	9,401	1,250	-1,199	P/B (现价)	7.00	5.93	5.02	4.28

数据来源:Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

免责及评级说明部分

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

免责及评级说明部分

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

