

五粮液 (000858)

明目标定举措，量价策略值得期待

买入 (维持)

2023 年 12 月 20 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

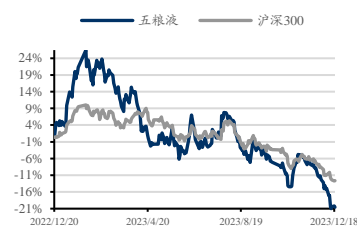
| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入 (百万元) | 73,969 | 82,304 | 93,225 | 104,633 |
| 同比 | 12% | 11% | 13% | 12% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 26,691 | 30,186 | 34,203 | 38,748 |
| 同比 | 14% | 13% | 13% | 13% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 6.88 | 7.78 | 8.81 | 9.98 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 19.39 | 17.14 | 15.13 | 13.36 |

关键词: #消费升级

投资要点

- **2023 年: 营销工作富有成效, 稳健收官。**2023 年公司按照稳字当头、稳中求进、提质增效的总要求,“做好产品”、“做优渠道”等维度营销工作均取得较好成果,产品矩阵持续丰富,开发 18 款文化酒,布局露酒品类等;传统渠道提质扩容(新开发经销商 110 家、新增核心终端 2.6 万家、专卖店 1700+家,覆盖 300+城市)、团购渠道持续破圈增效(拜访企业组织 5k+家,和美回厂行 2.4w+人次,覆盖意见领袖 5k+人)、新型渠道持续丰富健全。在品牌建设和经销商及终端服务方面亦更加创新和高效。公司正视渠道盈利和品宣短板,在新年度工作总方针中重点着墨。
- **展望 2024: 五大攻坚战, 提升品牌, 择机提价。**2024 年营销工作核心目标仍旧是提升品牌,推动价格加快向品牌价值合理回归。主要任务包括: 1) 强化品牌文化建设和宣传,讲好品牌故事,丰富和美文化表达; 2) 提升主品牌市场份额,八代普五不增量,提升 1618、低度配额占比,持续丰富高附加值文化酒系列,强化系列酒大单品打造; 3) 强化营销服务和赋能,优化传统渠道经销商结构,拓展团购直销网络; 4) 强化品质支撑,加快推进高质量倍增工程; 5) 着力提升渠道盈利,实施积极主动量价调控措施,择机提高五粮液出厂价,营销费用重点向品牌宣传、C 端消费者培育和团队建设倾斜。
- **量价逻辑明朗, 拓增量方向清晰, 渠道支持更足。**公司 2024 量价策略基本明朗: 普五不增量,择机提价,全力改善渠道盈利。供给层面实施区域、商家、渠道、终端的分级分类管理,动态化优化市场投放结构和节奏;从产品角度而言增量来自于,五粮液 1618 和低度,生肖酒文化酒以及其他特殊规格产品;传统渠道优化的计划量转向直销渠道新渠道以及国际市场。从实践上看,2023 年文化酒和瓶储酒做出明显业绩贡献。五粮液 2024 控量提价信号传递将有助于稳定渠道预期,短期对回款亦有较大促进。渠道盈利实质改善虽有待观察,但公司对经销商支持 2024 预计增强,大会宣布 2024 年完善经销商激励,在过去常规考核外,再实行 2-3 个点的过程激励,根据 24 年经销商履约情况分阶段兑付。
- **盈利预测与投资评级:** 高端酒量价策略是品牌和市场内容的重要竞争,随着公司 2024 量价策略明晰,增长动力分解,渠道盈利和信心有望修复。双位数增长确定性仍高,分红率股息率提升,低估值提供较高安全边际。我们基本维持 2023-2025 年归母净利润 302/342/387 亿元,同比 +13%/13%/13%,当前对应 PE 为 17/15/13X,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、食品安全问题。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元) | 133.33 |
| 一年最低/最高价 | 131.87/219.89 |
| 市净率(倍) | 4.24 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 517,523.85 |
| 总市值(百万元) | 517,534.80 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 31.48 |
| 资产负债率(% ,LF) | 17.89 |
| 总股本(百万股) | 3,881.61 |
| 流通 A 股(百万股) | 3,881.53 |

相关研究

《五粮液(000858): 2023 年前三季度业绩点评: 盈利释放, 动销表现持续优》

2023-10-30

《五粮液(000858): 2023 年半年报业绩点评: Q2 业绩虽略低于预期, 全年双位数劲仍在》

2023-08-28

五粮液三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 137,566 | 176,668 | 205,086 | 235,109 | 营业总收入 | 73,969 | 82,304 | 93,225 | 104,633 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 92,358 | 131,860 | 159,893 | 188,043 | 营业成本(含金融类) | 18,178 | 20,470 | 22,962 | 25,235 |
| 经营性应收款项 | 29,196 | 27,646 | 28,174 | 30,275 | 税金及附加 | 10,749 | 11,934 | 13,611 | 15,276 |
| 存货 | 15,981 | 15,962 | 15,399 | 15,129 | 销售费用 | 6,844 | 7,407 | 8,297 | 9,208 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 3,068 | 3,128 | 3,449 | 3,662 |
| 其他流动资产 | 31 | 1,200 | 1,620 | 1,663 | 研发费用 | 236 | 247 | 276 | 319 |
| 非流动资产 | 15,149 | 17,077 | 18,772 | 20,532 | 财务费用 | (2,026) | (2,124) | (2,110) | (2,079) |
| 长期股权投资 | 1,986 | 2,307 | 2,541 | 2,628 | 加:其他收益 | 187 | 329 | 326 | 314 |
| 固定资产及使用权资产 | 5,694 | 6,561 | 7,415 | 8,321 | 投资净收益 | 93 | 119 | 140 | 157 |
| 在建工程 | 3,773 | 4,466 | 5,018 | 5,749 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 519 | 539 | 557 | 550 | 减值损失 | (28) | (20) | (13) | (11) |
| 商誉 | 2 | 2 | 2 | 2 | 资产处置收益 | 3 | 2 | 2 | 3 |
| 长期待摊费用 | 159 | 185 | 222 | 265 | 营业利润 | 37,174 | 41,673 | 47,196 | 53,475 |
| 其他非流动资产 | 3,017 | 3,017 | 3,017 | 3,017 | 营业外净收支 | (71) | (61) | (61) | (61) |
| 资产总计 | 152,715 | 193,745 | 223,857 | 255,641 | 利润总额 | 37,104 | 41,612 | 47,135 | 53,413 |
| 流动负债 | 35,759 | 54,365 | 60,040 | 64,904 | 减:所得税 | 9,133 | 9,987 | 11,312 | 12,819 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 376 | 376 | 376 | 376 | 净利润 | 27,971 | 31,625 | 35,822 | 40,594 |
| 经营性应付款项 | 8,151 | 20,030 | 21,384 | 22,272 | 减:少数股东损益 | 1,280 | 1,439 | 1,619 | 1,847 |
| 合同负债 | 12,379 | 11,463 | 11,940 | 11,860 | 归属母公司净利润 | 26,691 | 30,186 | 34,203 | 38,748 |
| 其他流动负债 | 14,853 | 22,496 | 26,340 | 30,396 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 6.88 | 7.78 | 8.81 | 9.98 |
| 非流动负债 | 271 | 271 | 271 | 271 | EBIT | 35,073 | 39,119 | 44,630 | 50,934 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 36,038 | 39,686 | 45,260 | 51,629 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 75.42 | 75.13 | 75.37 | 75.88 |
| 租赁负债 | 17 | 17 | 17 | 17 | 归母净利率(%) | 36.08 | 36.68 | 36.69 | 37.03 |
| 其他非流动负债 | 254 | 254 | 254 | 254 | 收入增长率(%) | 11.72 | 11.27 | 13.27 | 12.24 |
| 负债合计 | 36,031 | 54,636 | 60,311 | 65,176 | 归母净利润增长率(%) | 14.17 | 13.10 | 13.31 | 13.29 |
| 归属母公司股东权益 | 114,025 | 135,010 | 157,829 | 182,901 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2,659 | 4,098 | 5,717 | 7,564 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 116,684 | 139,109 | 163,546 | 190,465 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 152,715 | 193,745 | 223,857 | 255,641 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|----------|---------|----------|----------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 24,431 | 51,138 | 41,663 | 44,183 | 每股净资产(元) | 29.38 | 34.78 | 40.66 | 47.12 |
| 投资活动现金流 | (1,716) | (2,435) | (2,245) | (2,358) | 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 | (13,105) | (9,201) | (11,385) | (13,675) | ROIC(%) | 24.13 | 23.17 | 22.36 | 21.82 |
| 现金净增加额 | 9,609 | 39,502 | 28,033 | 28,150 | ROE-摊薄(%) | 23.41 | 22.36 | 21.67 | 21.19 |
| 折旧和摊销 | 965 | 568 | 630 | 695 | 资产负债率(%) | 23.59 | 28.20 | 26.94 | 25.50 |
| 资本开支 | (1,734) | (2,207) | (2,114) | (2,385) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 19.39 | 17.14 | 15.13 | 13.36 |
| 营运资本变动 | (4,119) | 12,511 | 1,855 | (1,032) | P/B(现价) | 4.54 | 3.83 | 3.28 | 2.83 |

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

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>