

2023年12月21日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

167

五粮液(000858.SZ)

BUY 买进

守正攻坚，厂商共赢

结论与建议：

事件概要：

12月18日，五粮液召开以“同心同向同行 共创和美未来”为主题的第二十七届12·18 共商共建共享大会。

点评：

■ 夯实发展基础，全年目标有望圆满达成。2023年行业结构分化进一步加速，集中度持续提升，公司通过产品、品牌、创新、治理等四方面努力，实现高质量稳健发展。渠道上，五粮液实现2.4万余人次消费人群覆盖，传统渠道年内新开发经销商110家，新增核心终端2.6万家，浓香酒经销商实现两位数增长，空白市场加速填补；团购渠道方面，五粮液走进5000家企业与组织，此外，抖快等新兴渠道实现加速拓展。依托不懈努力，前三季度公司营收、净利润分别同比增12%和14%。

■ 打好攻坚战，实现品牌价值升级。2024年，面对行业深度调整和竞争加剧的局面，公司将继续坚持稳中求进的总基调，计划打好五大攻坚战，即“形象提升攻坚战、份额提升攻坚战、市场拓展攻坚战、提质增效攻坚战、盈利提升攻坚战”，抓住机遇，直面挑战，实现五粮液品牌价值进一步提升。

■ 优化量价结构，提升渠道盈利。针对量价关系，公司表示将择机适度调整第八代五粮液出厂价，优化产品、渠道、市场等多重结构，适当减少并固化第八代普五传统渠道计划投放量，优化的计划量将投向非标产品、直销及国际市场（此前市场消息称新年度合同经销商计划内缩量20%）。此外，2024年公司将全力推动渠道利润提升，并在常规考核奖励之外，给予经销商2%-3%营销过程奖励，以帮助经销商加强市场建设、应对竞争形式，我们认为，近几年，构建“厂商命运共同体”一直是公司渠道工作的重点之一，在行业竞争加剧的背景下，目前来看，行情价和出厂价存在小幅倒挂，优化渠道盈利将进一步稳固和提振经销商信心，同时，也明确了公司实现第八代五粮液价值回归的决心。

■ 维持盈利预测，预计2023-2025年将分别实现净利润305.8亿、350.3亿和400.5亿，分别同比增14.6%、14.5%和14.3%，EPS分别为7.88元、9.02元和10.32元，当前股价对应PE分别为17倍、15倍、13倍，当前估值具有安全边际，且集团拟以4-8亿增持公司股票，进一步彰显长期发展信心，重申“买进”。

■ 风险提示：终端动销不及预期、渠道建设不及预期

..... 接续下页

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2023/12/20)	132.13
深证成指(2023/12/20)	9158.44
股价 12 个月高/低	214.9/131.87
总发行股数(百万)	3881.61
A 股数(百万)	3881.53
A 市值(亿元)	5128.66
主要股东	宜宾发展控股集团有限公司 (34.43%)
每股净值(元)	31.48
股价/账面净值	4.20
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-13.9 -17.4 -21.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-10-30	152.99	买进
2023-08-28	157.49	买进

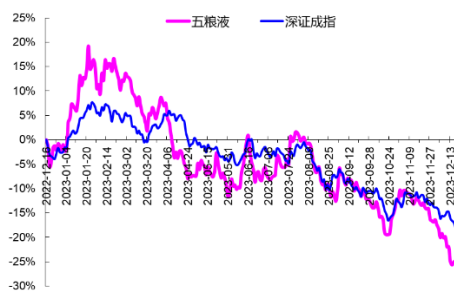
产品组合

五粮液产品	77.3%
系列酒产品	14.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	11.8%
一般法人	65.9%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	19955	23377	26691	30584	35027	40050
同比增减	%	14.67	17.15	14.17	14.59	14.53	14.34
每股盈余 (EPS)	RMB 元	5.14	6.02	6.88	7.88	9.02	10.32
同比增减	%	14.68	17.16	14.16	14.59	14.53	14.34
市盈率 (P/E)	X	25.97	22.17	19.42	16.94	14.80	12.94
股利 (DPS)	RMB 元	2.58	3.02	3.78	4.33	4.96	5.67
股息率 (Yield)	%	1.93	2.26	2.83	3.25	3.72	4.25

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	57321	66209	73969	83384	95523	107962
经营成本	14812	16319	18178	20304	23212	26127
营业税金及附加	8092	9790	10749	12362	14049	15879
销售费用	5579	6504	6844	7332	8301	8789
管理费用	2610	2900	3068	3363	3852	4354
财务费用	-1486	-1732	-2026	-2417	-2769	-3130
资产减值损失	-14	-8	-26	0	0	0
投资收益	94	97	93	50	60	16
营业利润	27826	32552	37174	42497	48602	55580
营业外收入	41	52	39	42	54	54
营业外支出	189	154	110	100	52	61
利润总额	27678	32450	37104	42440	48604	55573
所得税	6765	7943	9133	10497	12021	13744
少数股东损益	959	1130	1280	1359	1556	1779
归属于母公司所有者的净利润	19955	23377	26691	30584	35027	40050

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
货币资金	68210	82336	92358	103032	115450	129485
应收账款	41	64	36	43	49	54
存货	13228	14015	15981	17579	18985	19934
流动资产合计	102356	122138	137566	154074	171792	189830
长期股权投资	1850	1911	1986	2086	2190	2299
固定资产	5867	5610	5313	5366	5420	5474
在建工程	1482	2646	3773	4150	4441	4707
非流动资产合计	11537	13483	15149	16512	17833	19082
资产总计	113893	135621	152715	170586	189625	208912
流动负债合计	25879	33616	35759	39442	42236	42956
非流动负债合计	256	613	271	299	322	339
负债合计	26135	34229	36031	39740	42559	43295
少数股东权益	2052	2323	2659	3058	3517	4044
股东权益合计	85706	99068	114025	127788	143550	161573
负债及股东权益合计	113893	135621	152715	170586	189625	208912

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
经营活动产生的现金流量净额	14698	26775	24431	27517	31523	35628
投资活动产生的现金流量净额	-1722	-1497	-1716	-1834	-1910	-2159
筹资活动产生的现金流量净额	-9213	-11269	-13105	-15009	-17194	-19433
现金及现金等价物净增加额	3763	14008	9609	10673	12418	14035

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。