

五粮液（000858.SZ）

经销商大会提振信心，全力推动渠道利润提升

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：张向伟
证券分析师：李文华
联系人：张未艾

021-60375461
021-61761031

◆ 食品饮料 · 白酒 II

zhangxiangwei@guosen.com.cn
liwenhua2@guosen.com.cn
zhangweiai@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入（维持评级）

执证编码：S0980523090001
执证编码：S0980523070002

事项：

事件：2023年12月18日，五粮液在四川宜宾召开《同心同向同行，共创和美未来》——五粮液第二十七届12·18共商共建共享大会。

国信食品饮料观点：1) 以提升五粮液品牌价值为核心，全力推动渠道利润提升。2) 2024年普五合同内或减量，量价关系有望实现动态平衡。3) 五粮液是白酒顺周期品种，发展非标文创品或破解长期增长困境。4) 投资建议：维持此前盈利预测，预计公司2023-2025年实现营业收入828.45/934.18/1049.13亿元，同比+12.0%/12.8%/12.3%；实现归母净利润304.20/345.45/393.83亿元，同比+14.0%/13.6%/14.0%；对应PE分别为17.9/15.8/13.8X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 以提升五粮液品牌价值为核心，全力推动渠道利润提升

五粮液作为千元价位带的大单品，在行业“强集中、强分化、强挤压”的背景下，依然圆满完成全年营销任务。展望2024年，在需求回升下，公司或从以下维度全力推动渠道利润提升：1) 量价关系系统筹，未来五粮液将削减普五计划内配额，择机适当调整普五出厂价，拉升整体品牌高度。2) 以产品为导向的市场运营，公司或优化产品投放结构和渠道结构，实现供给精准匹配需求。3) 差异化产品和文化酒开发，公司将统筹优化文化酒投放，加快经典五粮液的培育进度。4) 老酒价值挖掘，以老酒来拉动新酒和次新酒价格回升。5) 营销过程考核激励，公司将在常规考核之外，强化营销过程考核，拟投放五粮液经销商2-3%的额外激励，帮助经销商加强市场建设。

◆ 2024年普五合同内或减量，量价关系有望实现动态平衡

过去，渠道利润收窄和批价倒挂是制约五粮液品牌价值提升的难题之一，公司管理层需要在“业绩增长-量价平衡”两者之间做好权衡和取舍。根据五粮液经销商大会，五粮液与经销商签订的2024年合同计划内或采取减量动作。从公司主动减量来看，我们认为：1) 普五计划内减量是公司实现量价正反馈循环的应有之义，后续在经销商和终端或珍惜普五配额，或推动批价向上提升；2) 五粮液开门红政策仍按原出厂价执行，预计在计划外配额涨价预期下，经销商回款意愿大幅提升，确保2024年业绩目标达成无虞；3) 2024年公司主动增设2-3%营销过程考核奖励，在确保经销商盈利能力的同时，保证市场价格秩序稳定。

◆ 五粮液是白酒顺周期品种，发展非标文创品或破解长期增长困境

过去，五粮液长期增长的困境之一是普五大单品收入占比较高，导致公司收入增长过度依赖普五大单品放量。本次五粮液1218经销商释放出边际变化：1) 公司推出定位400-500元价位的“五粮液12.18”，加强腰部价位段，切入400-500元政商务团购用酒；2) 继续围绕非标文创酒积极做增量，预计2024年公司或有序推出经典20、经典30等，通过产品结构多元化来化解大单品后期增长困境问题。展望2024年，我们认为五粮液作为白酒板块中顺周期品种，有望充分享受需求复苏红利，2024年收入双位数增长目标有望达成。

◆ 投资建议：维持此前盈利预测，给予“买入”评级

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 828.45/934.18/1049.13 亿元，同比 +12.0%/12.8%/12.3%；实现归母净利润 304.20/345.45/393.83 亿元，同比+14.0%/13.6%/14.0%；对应 PE 分别为 17.9/15.8/13.8X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

需求复苏不及预期；动销不及预期；竞争加剧。

表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 12 月 31 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,726.00	21,682.0	58.5	68.7	79.8	29.5	25.1	21.6
000858.SZ	五粮液	买入	140.31	5,446.3	7.8	8.9	10.1	17.9	15.8	13.8
000568.SZ	泸州老窖	买入	179.42	2,641.0	8.9	10.9	13.1	20.1	16.4	13.7

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

相关研究报告：

- 《五粮液（000858.SZ）-大股东历史首次增持，底部配置价值凸显》——2023-12-15
- 《五粮液（000858.SZ）-单三季度收入增长 17%，周期底部提振市场信心》——2023-10-29
- 《五粮液（000858.SZ）-上半年收入双位数增长，积极解决历史遗留问题》——2023-09-05
- 《五粮液（000858.SZ）-负重前行双位数增长，千元价位带需求韧性犹在》——2022-08-26
- 《五粮液（000858.SZ）-2021 年平稳收官，2022 年开局可期》——2022-03-10

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	82336	92358	105029	117359	128865	营业收入	66209	73969	82845	93418	104913
应收款项	23950	187	19042	21472	24114	营业成本	16319	18178	20199	21889	23721
存货净额	14015	15981	17825	19514	21411	营业税金及附加	9790	10749	12039	13575	15246
其他流动资产	1837	29040	12702	17864	25779	销售费用	6504	6844	7249	8408	9442
流动资产合计	122138	137566	154599	176209	200169	管理费用	2900	3068	3169	3757	4217
固定资产	8256	9086	10345	11576	12664	研发费用	177	236	249	280	315
无形资产及其他	556	519	499	479	459	财务费用	(1732)	(2026)	(2453)	(2767)	(3063)
投资性房地产	2759	3558	3558	3558	3558	投资收益	97	93	94	95	94
长期股权投资	1911	1986	2308	2506	2705	资产减值及公允价值变动	8	26	16	17	20
资产总计	135621	152715	171309	194329	219554	其他收入	19	(100)	(249)	(280)	(315)
短期借款及交易性金融负债	360	376	245	327	316	营业利润	32552	37174	42505	48387	55149
应付款项	6276	8135	7512	8841	9847	营业外净收支	(102)	(71)	(107)	(107)	(107)
其他流动负债	26980	27249	30617	34074	37615	利润总额	32450	37104	42398	48280	55043
流动负债合计	33616	35759	38374	43242	47777	所得税费用	7943	9133	10515	12070	13761
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1130	1280	1463	1666	1899
其他长期负债	613	271	273	279	280	归属于母公司净利润	23377	26691	30420	34545	39383
长期负债合计	613	271	273	279	280	现金流量表 (百万元)					
负债合计	34229	36031	38647	43520	48058	净利润	23377	26691	30420	34545	39383
少数股东权益	2323	2659	3427	4301	5298	资产减值准备	(0)	15	17	5	4
股东权益	99068	114025	129235	146508	166199	折旧摊销	465	505	718	956	1103
负债和股东权益总计	135621	152715	171309	194329	219554	公允价值变动损失	(8)	(26)	(16)	(17)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	(1732)	(2026)	(2453)	(2767)	(3063)
每股收益	6.02	6.88	7.84	8.90	10.15	营运资本变动	1222	(4403)	(1597)	(4484)	(7901)
每股红利	2.80	3.27	3.92	4.45	5.07	其它	605	657	751	869	992
每股净资产	25.52	29.38	33.29	37.74	42.82	经营活动现金流	25661	23438	30293	31874	33562
ROIC	26.26%	25.95%	27%	30%	32%	资本开支	0	(1313)	(1960)	(2155)	(2155)
ROE	23.60%	23.41%	24%	24%	24%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	75%	75%	76%	77%	77%	投资活动现金流	(61)	(1388)	(2281)	(2354)	(2354)
EBIT Margin	46%	47%	48%	49%	50%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	47%	48%	49%	50%	51%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	16%	12%	12%	13%	12%	支付股利、利息	(10874)	(12681)	(15210)	(17272)	(19692)
净利润增长率	17%	14%	14%	14%	14%	其它融资现金流	10276	13335	(130)	82	(11)
资产负债率	27%	25%	25%	25%	24%	融资活动现金流	(11473)	(12028)	(15341)	(17191)	(19703)
股息率	2.0%	2.3%	2.8%	3.2%	3.6%	现金净变动	14126	10022	12671	12330	11506
P/E	23.3	20.4	17.9	15.8	13.8	货币资金的期初余额	68210	82336	92358	105029	117359
P/B	5.5	4.8	4.2	3.7	3.3	货币资金的期末余额	82336	92358	105029	117359	128865
EV/EBITDA	18.7	16.4	14.3	12.7	11.2	企业自由现金流	0	21094	27197	28448	30026
						权益自由现金流	0	34429	28911	30605	32313

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032