

五粮液（000858.SZ）

2023 年实现稳健增长，龙年生肖酒供需两旺

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	张向伟	021-60933131	zhangxiangwei@guosen.com.cn	执证编码：S0980523090001
证券分析师：	李文华	021-60375461	liwenhua2@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070002
联系人：	张未艾	021-61761031	zhangweiai@guosen.com.cn	

事项：

事件：2024 年 1 月 28 日，在四川省酿酒协会第四届理事会 2023 年工作总结会上，五粮液股份公司总工程师、食品安全总监杨韵霞表示，2023 年五粮液集团公司销售收入 1770.98 亿元，同比增长 13.89%；利润总额 425.79 亿元，同比增长 14.13%；利税 664.46 亿元，同比增长 13.84%。

国信食饮观点：1) 五粮液集团 2023 年顺利收官，预计五粮液股份公司 2023 年营收维持双位数增长。2) 五粮液龙年生肖酒供需两旺，非标文创酒改革成效凸显。3) 春节旺季五粮液动销加速，千元价位带品牌价值凸显。4) 投资建议：微调此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 842.43/926.67/1019.34 亿元（前值为 828.45/934.18/1049.13 亿元），同比 +13.9%/10.0%/10.0%；实现归母净利润 305.12/340.86/379.62 亿元（前值为 304.20/345.45/393.83 亿元），同比 +14.3%/11.7%/11.4%；对应 PE 分别为 16.7/14.9/13.4X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 五粮液集团 2023 年顺利收官，预计五粮液股份公司 2023 年营收维持双位数增长

2023 年五粮液集团公司实现销售收入 1770.98 亿元，同比增长 13.89%；利润总额 425.79 亿元，同比增长 14.13%。根据历史“五粮液股份-五粮液集团”数据推算，预计五粮液股份公司 2023 财年顺利收官，全年有望继续实现双位数增长。

2023 年，在需求极致分化背景下，公司主动设置五粮液 1618 和 39 度五粮液扫码红包，并增投宴席政策费用，强化旺季动销期间的品牌优势。其次，在渠道层面，公司不断深化“总部管总、大区主战”策略，激发一线营销队伍的主观能动性，强化礼品、商务、宴席等场景的开瓶动销。在量价规划上，公司针对主品牌 2024 财年主动减量 20%，呵护八代普五价盘，有望形成正向的价格预期。

表1：五粮液集团、五粮液股份公司收入及利润总额（亿元）

年份	收入（亿元）				利润总额（亿元）					
	股份占比	集团公司	YOY	股份公司	YOY	股份占比	集团公司	YOY	股份公司	YOY
2023 年		1771	13.9%				426	14.2%		
2022 年	48%	1555	11%	740	12%	99%	373	12%	371	14%
2021 年	47%	1400	16%	662	16%	97%	333	-	325	17%
2020 年	47%	1211	12%	573	14%	-	-	-	277	15%
2019 年	46%	1080	16%	501	25%	94%	256	27%	241	30%
2018 年	43%	931	16%	400	29%	93%	201	44%	186	39%
2017 年	39%	800	14%	311	27%	96%	140	27%	134	43%
2016 年	35%	700	8%	245	13%	85%	110	5%	93	13%
2015 年	33%	650	3%	217	3%	79%	105	13%	83	3%
2014 年	33%	630		210		86%	93		80	

资料来源：酒说仁怀、茅台时空、各公司公告等，国信证券经济研究所

◆ 五粮液龙年生肖酒供需两旺，非标文创酒改革成效凸显

日前，五粮液推出定价 2980 元的五粮液龙年生肖酒，限量 99999 瓶，每天产能约 800 瓶左右。由于五粮液龙年生肖酒产品设计精湛、渠道利润丰厚，目前动销较旺，批价涨至 3300 元左右。

过去，公司营收过度依赖普五大单品放量，进而出现量价难以平衡的困境。近年来，公司持续发力非标文化酒开发，成立酒体设计中心，打造了生肖系列、和美系列、老酒系列等，持续丰富公司产品矩阵，缓解主品普五增长压力。我们认为五粮液龙年生肖酒的热卖是公司近年来持续打造文创酒的成果之一，预计非标文创酒将持续丰富五粮液品牌内涵，提升五粮液品牌高度，形成“主品-非标品”双轮驱动格局。

图1: 五粮液·甲辰龙年生肖酒限量 99999 瓶



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图2: 五粮液 1218 经销商大会推出龙年生肖酒



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 春节旺季五粮液动销加速，千元价位带品牌价值凸显

2024 年春节旺季期间，普五作为千元价位带的大单品，礼品市场需求具有较强的韧性，旺季动销明显较快，批价稳定在 920-925 元左右。我们认为普五仍将受益于本轮春节旺季：1) 普五是礼品市场、宴席市场的刚需品种，目前普五成交价回落至 960-980 元左右，性价比凸显，消费者自点率较为明显；2) 渠道、终端基于高周转的诉求，更加愿意主动推介普五；3) 上年同期部分企业年会延后或取消，预计今年或有一定补偿性需求。

◆ 投资建议：微调此前盈利预测，维持“买入”评级

微调此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 842.43/926.67/1019.34 亿元（前值为 828.45/934.18/1049.13 亿元），同比+13.9%/10.0%/10.0%；实现归母净利润 305.12/340.86/379.62 亿元（前值为 304.20/345.45/393.83 亿元），同比+14.3%/11.7%/11.4%；对应 PE 分别为 16.7/14.9/13.4X，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2: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 01 月 28 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	1,637.32	20,568.0	58.5	68.7	79.8	28.0	23.8	20.5
000858.SZ	五粮液	买入	131.00	5,084.9	7.9	8.8	9.8	16.7	14.9	13.4
000568.SZ	泸州老窖	买入	155.18	2,284.2	8.9	10.9	13.1	17.4	14.2	11.8

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）-经销商大会提振信心，全力推动渠道利润提升》——2024-01-02
- 《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

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	105205	117411	128808	营业收入	66209	73969	84243	92667	101934
应收款项	23950	187	19363	21299	23429	营业成本	16319	18178	20540	21991	23557
存货净额	14015	15981	18133	19510	21073	营业税金及附加	9790	10749	12242	13466	14813
其他流动资产	1837	29040	12917	17720	25047	销售费用	6504	6844	7582	8340	9174
流动资产合计	122138	137566	155618	175940	198358	管理费用	2900	3068	3441	3727	4098
固定资产	8256	9086	10345	11576	12664	研发费用	177	236	253	278	306
无形资产及其他	556	519	499	479	459	财务费用	(1732)	(2026)	(2456)	(2770)	(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	172328	194060	217743	其他收入	19	(100)	(253)	(278)	(306)
短期借款及交易性金融负债	360	376	245	327	316	营业利润	32552	37174	42752	47746	53163
应付款项	6276	8135	7641	8839	9692	营业外净收支	(102)	(71)	(107)	(107)	(107)
其他流动负债	26980	27249	31456	33998	36896	利润总额	32450	37104	42645	47639	53056
流动负债合计	33616	35759	39342	43163	46904	所得税费用	7943	9133	10661	11910	13264
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1130	1280	1471	1643	1830
其他长期负债	613	271	273	279	280	归属于母公司净利润	23377	26691	30512	34086	37962
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	39615	43442	47184	净利润	23377	26691	30512	34086	37962
少数股东权益	2323	2659	3431	4294	5255	资产减值准备	(0)	15	17	5	4
股东权益	99068	114025	129281	146324	165305	折旧摊销	465	505	718	956	1103
负债和股东权益总计	135621	152715	172328	194060	217743	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)	(2456)	(2770)	(3063)
每股收益	6.02	6.88	7.86	8.78	9.78	营运资本变动	1222	(4403)	(1472)	(4367)	(7262)
每股红利	2.80	3.27	3.93	4.39	4.89	其它	605	657	756	857	956
每股净资产	25.52	29.38	33.31	37.70	42.59	经营活动现金流	25661	23438	30515	31520	32744
ROIC	26.26%	25.95%	27%	30%	31%	资本开支	0	(1313)	(1960)	(2155)	(2155)
ROE	23.60%	23.41%	24%	23%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	75%	75%	76%	76%	77%	投资活动现金流	(61)	(1388)	(2281)	(2354)	(2354)
EBIT Margin	46%	47%	48%	48%	49%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	47%	48%	49%	49%	50%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	16%	12%	14%	10%	10%	支付股利、利息	(10874)	(12681)	(15256)	(17043)	(18981)
净利润增长率	17%	14%	14%	12%	11%	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)	(15387)	(16961)	(18992)
股息率	2.1%	2.5%	3.0%	3.4%	3.7%	现金净变动	14126	10022	12847	12205	11398
P/E	21.8	19.1	16.7	14.9	13.4	货币资金的期初余额	68210	82336	92358	105205	117411
P/B	5.1	4.5	3.9	3.5	3.1	货币资金的期末余额	82336	92358	105205	117411	128808
EV/EBITDA	17.5	15.4	13.4	12.0	10.9	企业自由现金流	0	21094	27426	28082	29175
						权益自由现金流	0	34429	29137	30241	31461

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