

五粮液 (000858)

千元砥柱，赓续前行

买入 (维持)

2024年03月15日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	66,209	73,969	82,172	90,571	102,123
同比	15.51%	11.72%	11.09%	10.22%	12.75%
归母净利润 (百万元)	23,377	26,691	30,014	34,052	39,288
同比	17.15%	14.17%	12.45%	13.45%	15.38%
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.02	6.88	7.73	8.77	10.12
P/E (现价&最新摊薄)	24.83	21.75	19.34	17.05	14.78

股价走势



投资要点

- 千元砥柱勇毅突破，操作转变力求战之则胜。**自2024年2月提价落地，八代五粮液出厂价正式迈入千元。经过多渠道跟踪及公司交流，我们对后续提价传导抱乐观预期：1 则高端品发展“价在量先”，五粮液此次提价事关未来中长期量价空间，“背水一战”力求战之则胜。2 则千元价格带至少在2022年以来已经找到新均衡点，这是在悲观氛围中实现的，八代普五在920-930元价位可以实现价稳量增，也即意味着在此价位五粮液性价比得到高度认同和需求支撑，后续辅以操作转变，价格提升可期。3 则五粮液此次提价步幅稳健务实，渠道控量言出行随，经过春节旺销走量，后续乐见年内普五供需偏紧。
- 普五春节动销振奋，有利支撑淡季提价。**2024年春节普五动销供需两旺，动销同比实现双位数增长。从全年供需看，预计普五全年需求较春节增势差异不大，而传统经销渠道投放收缩，全年供需偏紧能见度高。此外，春节普五批价已较此前稳中有升，亦侧面说明社会库存去化到位。从供需匹配节奏看，春节期间普五货量较为宽松，动销进度快于以往，考虑公司各季度将按照“4231”比例管控出货节奏（预计春节动销进度已近40%），后续供需边际趋紧，将对普五价格形成更好支撑。
- 产品、渠道多措并举，调控与增长兼顾。**1) 产品端：八代普五整体减量，通过1618、非标以及系列酒贡献增量。①1618、39度五粮液作为战术性副位产品做好销量补充，通过延续大力度扫码红包及宴席推广政策，以及空白市场补商、优商、扶商，持续做强开瓶氛围。②考虑推出45度、68度等不同度数产品更好迎合部分区域消费习惯。③非标文创等差异化产品更趋丰富，将遵循“三高一小”原则，保证产品渠道利润。④经典五粮液预计将采取平台商模式运作，组建专职团队重启市场投放。⑤系列酒将加强品牌曝光及会员运营，推动实现较快增长。2) 渠道端：经销渠道维护代理权稀缺性，直营渠道整合强化。①专卖店数量加快扩张，2023年专卖店数量预计同比实现高单增长，未来2年规划提速。②团购渠道继续拓展深耕，规划发展优质团购商、协助经销商开拓企业客户。③国际化战略持续推进，计划在全球核心国家、地区开设专场品鉴会，提升品牌国际影响力。④新零售公司针对线上10余个销售端口进行统一整合，并将加强电商价格秩序管理。
- 盈利预测与投资评级：**普五作为千元价位带核心单品，动销流速优异，看好2024年量价策略转变为中长期价格空间打好基础。此外，五粮液1618、低度、文化酒等产品多点开花，系列酒品牌营销高举高打，预计有望贡献积极增量。我们基本维持2023-2025年归母净利润为300、341、393亿元，分别同比增长12%、13%、15%，当前市值对应2023-2025年PE分别为19、17、15倍，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。

市场数据

收盘价(元)	149.56
一年最低/最高价	122.56/202.00
市净率(倍)	4.75
流通A股市值(百万元)	580,521.01
总市值(百万元)	580,533.29

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): 提价在即,量价策略切实推进》
2024-01-31
- 《五粮液(000858): 明目标定举措,量价策略值得期待》
2023-12-20

千元砥柱，赓续前行

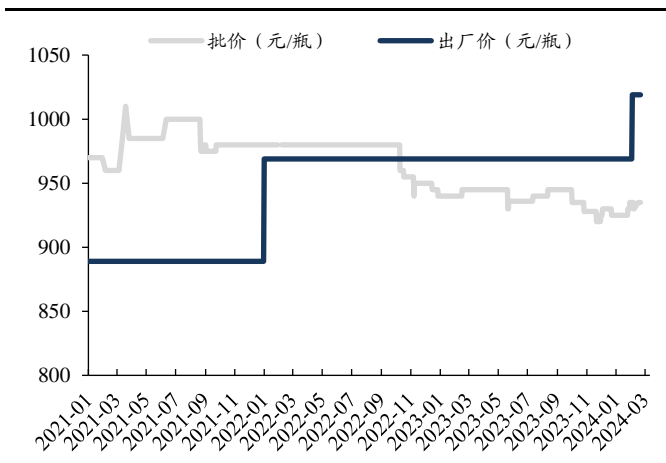
自 2024 年 2 月提价落地，八代五粮液出厂价正式迈入千元，彰显公司引领高端价位上行突破的勇毅决心。然而，考虑宏观需求不振，并且公司过往量价管控相对宽松，对于普五能否成功实现提价传导，市场担忧不绝于耳；经过多渠道跟踪及公司交流，我们对后续提价成效抱乐观预期：1 则高端品发展“价在量先”，五粮液此次提价事关未来中长期量价空间，“背水一战”力求战之则胜。2 则考虑五粮液此次提价步幅稳健务实，并且公司操作已有转变，渠道控量言出行随，经过春节旺销走量，后续乐见年内普五供需偏紧推动批价逐步上行。

转变：2024 价在量先，重掌价格主动权

2022 年以来，受疫情对消费场景冲击以及经济下行影响，五粮液批价逐步回落，业绩增长主要靠量增驱动，传统经销渠道库存压力主要通过其他多元化渠道进行调节平衡。然而在需求弱势背景下，五粮液量增模式逐渐承受挑战：1) 双位数业绩增长目标下，若不控量则批价承担下行压力，而跌价又会挫伤经销商积极性，容易陷入价量负循环。2) 多元化渠道短期上量空间有限，销量托底余地不大。3) 作为顺价销售产品，若普五批价与打款价持续倒挂，公司渠道利润分配及营销管控将面临隐患。

2024 年公司打响提价信号枪，明确价在量先，力图重掌价格主动权，巩固产品顺价销售。一方面高端品有价才有量，通过提升价格站位，与竞品拉开差距，五粮液品牌价值有望更进一步；另一方面，重启价格上行预期，有助于呵护渠道利润并修复顺价销售模式，强化渠道拿货信心。

图1：五粮液八代普五批价及出厂价走势（单位：元）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：五粮液高端酒收入量价增长拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

起：营销调控有序推进，春耕计划有的放矢

2023 年底 12·18 大会公司提出 2024 年将择机调整第八代五粮液出厂价以来，随后公司营销调控稳步推进：

1) 经销渠道任务减量：2024 年普五经销商合同任务量，在 23 年实际销售量（打款量±分流）基础上，大多减量 20%。我们认为，全年供给偏紧确定性强

2) 淡季推进控货挺价：2 月下旬春季营销工作会议提出“抓动销、稳价格、提费效、转作风”，要求管控淡季出货节奏，加强市场稽核。一方面，公司实施区域、商家、渠道、终端的分级分类管理，将动态优化市场投放结构和节奏，在春节发货近 40%进度基础上，预计 3 月~6 月普五供需保持动态紧平衡。另一方面，针对低价窜货，公司查收并举，当地经销商可直接回收外地窜货，同时公司也将对窜货商加大处罚。

3) 春耕计划有的放矢：近期公司中高层领导进行分区域走访调研，有助于了解市场真实反馈，发现营销环节中存在的问题，将为后续优化销售队伍、切实转变营销作风找准思路。

承：产品、渠道多措并举，调控与增长兼顾

八代普五减量同时，公司在产品端将通过五粮液 1618、非标以及系列酒实现增量贡献，在渠道端将整合强化直营渠道，实现主品调控与业绩增长的平衡兼顾。

产品端，1) 八代普五整体减量，结构上针对不同区域、渠道进行精细化调控，根据市场需求科学投放。2) 1618、39 度五粮液作为战术性副位产品，将在普五控量期间做好销量补充，通过延续大力度扫码红包及宴席推广政策，以及空白市场补商、优商、扶商，持续做强开瓶氛围。3) 45 度、68 度等不同度数产品亦在考虑推出，旨在更好迎合部分区域消费习惯。4) 非标文创等差异化产品更趋丰富，公司将遵循“三高一小”原则（高品质、高价值、高附加值、小批量投放），保证产品渠道利润。5) 经典五粮液预计将采取平台商模式运作，组建专职团队重启市场投放。6) 系列酒将加强品牌曝光及会员运营，推动实现较快增长。

渠道端，1) 经销渠道将维护普五代理权稀缺性，一方面将强化过程考核和激励，将消费者培育、品牌宣传、价格运作、政策执行等纳入考核体系，调整出清低质量商家；另一方面也将加强空白、潜力市场渠道拓展，预计整体维持经销商数量相对稳定。

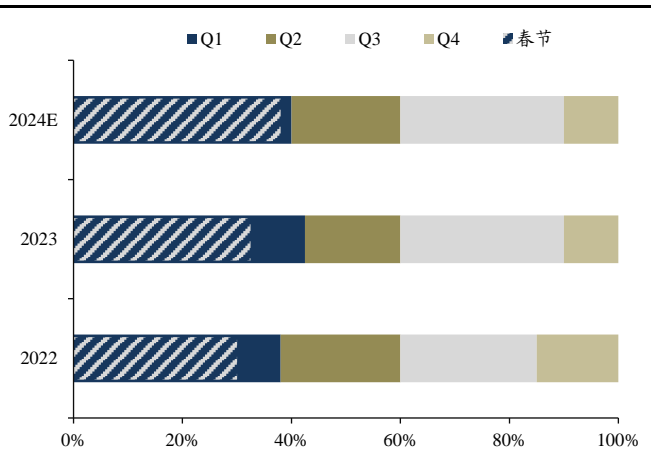
2) 直营渠道将专卖店、新零售、国际化及团购销售等纳入管理，进行整合强化。①专卖店数量加快扩张，2023 年专卖店数量预计同比实现高单增长，未来 2 年公司规划扩店速度将进一步加快。②团购渠道继续拓展深耕，规划发展优质团购商、协助经销商开拓企业客户。③国际化战略持续推进，计划在全球核心国家、地区开设专场品鉴会，提升品牌国际影响力。④新零售公司针对线上 10 余个销售端口进行统一整合，并将加强电商价格秩序管理。

转：春节表现积极，普五动销振奋

2024年春节普五动销供需两旺，动销同比实现双位数增长。提价刺激下，普五春节回款进度表现积极，多数大商反馈节前打款60%~80%，春节到货宽松且出货顺畅，大商普遍动销反馈实现高单或双位数以上增长，库存压力不大。千元价位带普五动销增长好于多数竞品，1则春节礼赠需求集中，强势品牌份额巩固；2则普五动销流速优异，并且经过2023年库存消化，价盘稳中有升（最低价从900元出头抬升至910~920元），在需求下行、多数产品倒挂严重背景下，渠道“用脚投票”，进一步向优质品牌集中；3则公司近年持续加强品牌宣传（冠名央视春晚、秋晚，深化主流媒体合作）及市场攻坚（加大圈层培育及终端覆盖），消费者认可度不断提升。

春节旺销打好全年调控基础，价格提振如箭在弦。从全年供需看，参考春节动销增势，预计普五全年需求增速与之差异不大，而传统经销渠道投放收缩，全年供需偏紧能见度高。此外，春节普五批价已较此前稳中有升，亦侧面说明社会库存去化到位。从供需匹配节奏看，春节期间普五货量较为宽松，动销进度快于以往，考虑公司各季度将按照“4231”比例管控出货节奏（预计春节动销进度已接近40%），后续供需边际趋紧，将对普五价格形成更好支撑，24Q2有望实现价格过渡（预计24Q3按新价格执行的产品将陆续流入市场）

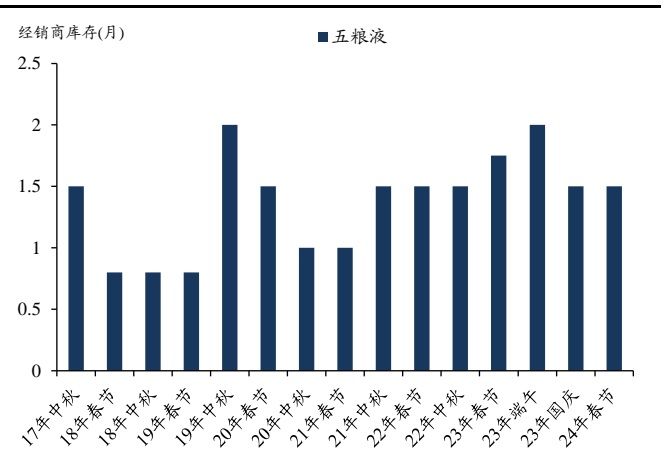
图3：2022~24年发货节奏对比



数据来源：wind、东吴证券研究所

注：发货节奏系参考大商反馈，或与整体存在偏差

图4：普五渠道库存反馈



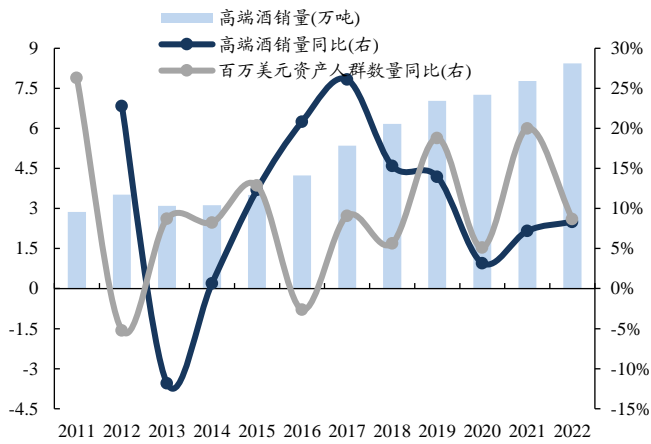
数据来源：wind、东吴证券研究所

合：高端化长风万里，普五空间可期

从长周期角度，对比高净值人群数量，我国高端酒需求仍有较大提升空间。根据瑞士信贷集团全球财富报告，我国高净值人群（个人财富达百万美元）数量增长速度，持续高于高端白酒销量增速。2020~2025年我国高净值人群扩容CAGR约14.0%（瑞信预测），而我们估算高端酒销量同期CAGR约为9.1%，高端酒销售扩容空间仍然宽裕。

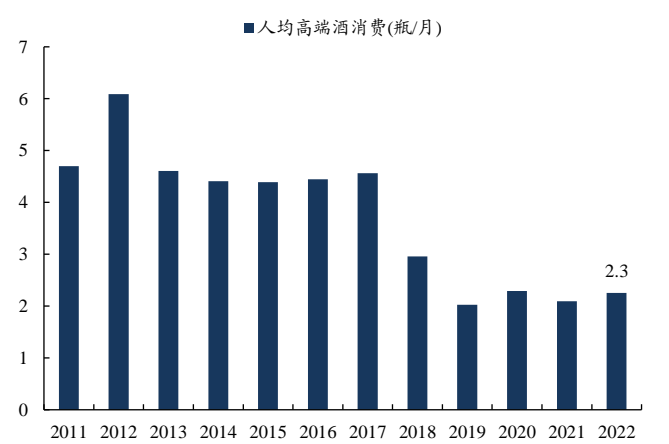
在高净值人群需求支撑下，五粮液存在通过销量调控提振价盘表现的操作空间，2024年通过价格盘整重塑渠道信心，亦将为未来价格上行打好基础。

图5: 国内高端酒销量及高净值人群增速对比



数据来源：credit suisse、公司公告、东吴证券研究所
注：高端酒销量为茅五泸高端酒销量合计

图6: 高净值人群人均高端酒销量变化



数据来源：wind、东吴证券研究所
注：此处高净值人群统计口径与左图一致

投资建议与盈利预测：普五作为千元价位带核心单品，动销流速优异，看好2024年量价策略转变为中长期价格空间打好基础。此外，五粮液1618、低度、文化酒等产品多点开花，系列酒品牌营销高举高打，预计有望贡献积极增量。我们基本维持2023-2025年归母净利润为300、341、393亿元，分别同比增长12%、13%、15%，当前市值对应2023-2025年PE分别为19、17、15倍，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。

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	155,152	172,609	197,810	营业总收入	73,969	82,172	90,571	102,123
货币资金及交易性金融资产	92,358	112,323	129,186	150,524	营业成本(含金融类)	18,178	19,809	20,707	22,462
经营性应收款项	29,196	25,126	24,834	25,330	税金及附加	10,749	11,897	13,222	14,845
存货	15,981	17,670	18,547	21,918	销售费用	6,844	7,514	8,237	9,134
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,068	3,328	3,623	3,983
其他流动资产	31	33	43	38	研发费用	236	262	289	326
非流动资产	15,149	15,973	17,295	17,582	财务费用	(2,026)	(2,124)	(2,583)	(2,971)
长期股权投资	1,986	2,062	2,137	2,212	加:其他收益	187	212	227	233
固定资产及使用权资产	5,694	7,881	9,500	10,357	投资净收益	93	98	102	110
在建工程	3,773	2,506	1,904	1,082	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	519	555	595	608	减值损失	(28)	(17)	(18)	(21)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	3	1	1	2
长期待摊费用	159	159	159	159	营业利润	37,174	41,779	47,388	54,668
其他非流动资产	3,017	2,809	3,000	3,163	营业外净收支	(71)	(107)	(93)	(90)
资产总计	152,715	171,125	189,904	215,392	利润总额	37,104	41,672	47,295	54,578
流动负债	35,759	36,205	34,812	36,968	减:所得税	9,133	10,214	11,604	13,401
短期借款及一年内到期的非流动负债	376	245	327	316	净利润	27,971	31,458	35,691	41,177
经营性应付款项	8,151	7,044	5,523	6,498	减:少数股东损益	1,280	1,444	1,639	1,889
合同负债	12,379	12,876	12,424	12,354	归属母公司净利润	26,691	30,014	34,052	39,288
其他流动负债	14,853	16,040	16,537	17,801	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.88	7.73	8.77	10.12
非流动负债	271	271	271	271	EBIT	35,073	39,576	44,722	51,608
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	36,038	39,992	45,109	51,938
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.42	75.89	77.14	78.00
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	36.08	36.53	37.60	38.47
其他非流动负债	254	254	254	254	收入增长率(%)	11.72	11.09	10.22	12.75
负债合计	36,031	36,477	35,083	37,240	归母净利润增长率(%)	14.17	12.45	13.45	15.38
归属母公司股东权益	114,025	130,545	149,079	170,521					
少数股东权益	2,659	4,103	5,743	7,631					
所有者权益合计	116,684	134,648	154,821	178,152					
负债和股东权益	152,715	171,125	189,904	215,392					

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	34,788	33,490	39,234	每股净资产(元)	29.38	33.63	38.41	43.93
投资活动现金流	(1,716)	(1,553)	(1,616)	(549)	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)	(13,625)	(15,437)	(17,858)	ROIC(%)	24.13	23.71	23.27	23.34
现金净增加额	9,609	19,610	16,437	20,827	ROE-摊薄(%)	23.41	22.99	22.84	23.04
折旧和摊销	965	416	387	330	资产负债率(%)	23.59	21.32	18.47	17.29
资本开支	(1,734)	(1,478)	(1,536)	(466)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.75	19.34	17.05	14.78
营运资本变动	(4,119)	2,583	(2,513)	(2,227)	P/B(现价)	5.09	4.45	3.89	3.40

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>