

# 五粮液（000858.SZ）

## 提价初显成效，建议重点配置

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：张向伟 021-60933131  
证券分析师：李文华 021-60375461  
联系人：张未艾 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：

近期我们参加了第110届成都春季糖酒会，白酒行业整体反馈平稳，渠道经营信心在市场低预期下修复。其中五粮液表现较为亮眼：普五淡季批价走势向好，经销商信心提振，市场秩序得到改善。公司定义2024年为“营销执行年”，产品布局、渠道运作更加清晰。我们认为公司近年来多方位改革已进入“质变”阶段，调入我们重点推荐组合。

**国信食品饮料观点：**1) 普五提价效果初显，淡季批价温和上涨，经销商信心提振，厂商关系得到改善；2) 五粮液主品牌“1+3”产品矩阵进一步丰富，侧翼产品、五粮液超高端、系列酒等有望贡献收入增长；3) 营销执行年战略坚定，组织积极性进一步被激活，管理能力边际向上。我们维持此前盈利预测不变，预计2023-2025年营业收入842.43/926.67/1019.34亿元，同比增长+13.9%/10.0%/10.0%，预计归母净利润305.12/340.86/379.62亿元，同比增长+14.3%/11.7%/11.4%；当前股价对应P/E分别为20.0/17.9/16.0倍，维持“买入”评级。

## 评论：

### ◆ 普五提价效果初显，淡季批价温和上涨，厂商关系得到改善

今年公司明确普五经销渠道减量20%，2月5日普五出厂价提升50元，春节期间批价提升5-10元至935元左右，主因1) 临近春节终端送礼需求集中释放，同时五粮液消费场景从礼赠逐步拓宽至商务交流和个人饮用；2) 叠加雨雪天等因素渠道供货量较为紧缺。节后淡季中动销需求虽有所回落，但五粮液产品需求韧性较强，渠道库存处于合理范围，普五批价环比进一步提升至940-945元，经销商打款压力不大，库存升值后抛货意愿很低，厂商关系得到改善。淡季中公司加强渠道管控，严查经销商窜货乱价等不规范行为，普五批价有望稳步上行。

### ◆ 五粮液主品牌“1+3”产品矩阵进一步丰富，有望贡献收入增长

**代际系列上：**1) 强化普五价格锚的定位，渠道减量后，挺价决心坚定，全年加强对经销商的过程考核；2) 1618和低度五粮液通过扫码红包+数字化工具的方式，进一步提升终端开瓶消费，增厚品牌消费氛围，持续抢占市场份额；3) 今年公司计划在高低度五粮液之间补充推出45度产品，预计在安徽等市场进行运作，有望贡献部分增量。**年份系列上，**公司计划今年对经典五粮液换代升级，以基酒年份为核心，强化产品稀缺属性，组织上采用专班运作，预计进入增速上行通道。**文化酒上，**春节期间龙年生肖酒销售表现亮眼，渠道挣钱效应较好，增强了公司运营超高端产品的信心，今年公司将继续强化文化酒的稀缺性，改善经销商渠道利润，实现参与者共赢。

### ◆ 2024年定义为“营销执行年”，管理进入新的阶段

今年公司将围绕“抓动销、稳价格、提费效、转作风”开展营销工作，增强政策执行落地效率。我们认为公司今年改革成功概率有望增加：1) 组织上，管理团队解决问题的诉求迫切，对销售团队实施末位淘汰等机制，提升营销效率；营销团队换帅后经销商和市场信心提振，存量经销商对品牌忠诚度进一步增强。2) 量价上，普五减量提价的目标明确，近期公司通过鼓励收低价货、电商渠道整治等行动，向市场证明

挺价的决心。3) 节奏上, 春节后多数经销商回款比例超过 70%, 二季度淡季渠道任务量较轻, 团队有更加充分的时间执行价格策略; 若宏观经济逐步复苏, 普五挺价成功的概率有望进一步提升。

◆ **投资建议: 品牌赋能动销, 管理边际向上, 强调“买入”评级**

我们认为公司逐步找到适合自身发展的路径, 一方面公司品牌底蕴扎实, 动销需求韧性较好, 另一方面, 公司组织积极性进一步被激活, 营销执行年战略坚定, 产品、渠道、市场等层面思路清晰, 改革成功的概率有望增加。维持此前盈利预测, 预计 2023-2025 年营业收入 842.43/926.67/1019.34 亿元, 同比增长 +13.9%/10.0%/10.0%, 归母净利润 305.12/340.86/379.62 亿元, 同比增长 +14.3%/11.7%/11.4%, 当前股价对应 P/E 分别为 20.0/17.9/16.0 倍, 维持“买入”评级。

◆ **风险提示**

白酒行业需求复苏不及预期; 名酒下沉过程中竞争加剧; 超高端产品增长不及预期。

表 1: 五粮液可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,710	21,476	735.2	862.7	29.2	24.9
<b>000858.SZ</b>	<b>五粮液</b>	<b>买入</b>	<b>157</b>	<b>6,092</b>	<b>305.1</b>	<b>340.9</b>	<b>20.0</b>	<b>17.9</b>
000568.SZ	泸州老窖	买入	189	2,785	131.5	160.6	21.2	17.3
600809.SH	山西汾酒	买入	249	3,035	103.4	129.9	29.3	23.4
002304.SZ	洋河股份	买入	103	1,557	105.1	121.1	14.8	12.9
000799.SZ	酒鬼酒	买入	62	202	8.4	10.5	24.2	19.2
600702.SH	舍得酒业	买入	84	280	19.1	23.1	14.7	12.1
000596.SZ	古井贡酒	买入	257	1,360	43.3	54.6	31.4	24.9
603589.SH	口子窖	买入	43	258	18.6	21.9	13.9	11.8
603198.SH	迎驾贡酒	买入	67	538	22.2	26.5	24.2	20.3
603369.SH	今世缘	买入	58	733	31.4	37.9	23.3	19.4

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

**相关研究报告:**

- 《五粮液 (000858.SZ) -2023 年实现稳健增长, 龙年生肖酒供需两旺》 ——2024-01-30
- 《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

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>122138</b>	<b>137566</b>	<b>155618</b>	<b>175940</b>	<b>198358</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>135621</b>	<b>152715</b>	<b>172328</b>	<b>194060</b>	<b>217743</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>32450</b>	<b>37104</b>	<b>42645</b>	<b>47639</b>	<b>53056</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>33616</b>	<b>35759</b>	<b>39342</b>	<b>43163</b>	<b>46904</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>23377</b>	<b>26691</b>	<b>30512</b>	<b>34086</b>	<b>37962</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>613</b>	<b>271</b>	<b>273</b>	<b>279</b>	<b>280</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>34229</b>	<b>36031</b>	<b>39615</b>	<b>43442</b>	<b>47184</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>135621</b>	<b>152715</b>	<b>172328</b>	<b>194060</b>	<b>217743</b>	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	<b>经营活动现金流</b>	<b>25661</b>	<b>23438</b>	<b>30515</b>	<b>31520</b>	<b>32744</b>
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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(61)</b>	<b>(1388)</b>	<b>(2281)</b>	<b>(2354)</b>	<b>(2354)</b>
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%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(11473)</b>	<b>(12028)</b>	<b>(15387)</b>	<b>(16961)</b>	<b>(18992)</b>
股息率	1.8%	2.1%	2.5%	2.8%	3.1%	<b>现金净变动</b>	<b>14126</b>	<b>10022</b>	<b>12847</b>	<b>12205</b>	<b>11398</b>
P/E	26.1	22.8	20.0	17.9	16.0	货币资金的期初余额	68210	82336	92358	105205	117411
P/B	6.1	5.3	4.7	4.2	3.7	货币资金的期末余额	82336	92358	105205	117411	128808
EV/EBITDA	20.8	18.2	15.9	14.2	12.8	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