

证券研究报告

公司研究

点评报告

五粮液 (00858.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

## 相关研究

五粮液 (00858.SZ): 旺季催化, 增长提速 2023.10.29

五粮液 (00858.SZ): 优化为先, 良性增长 2023.08.27

五粮液 (00858.SZ): 战略坚定, 持续优化 2022.10.28

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 改革信号显著, 定调“营销执行年”

2024年03月25日

**事件:** 2024年3月19日, 五粮液在成都召开经销商大会, 会议传递出积极改革信号。

**点评:**

- **正视市场问题, 加强营销作风。**过去两年, 面对大环境的波动影响, 八代五粮液的市场批价表现疲软, 渠道利润呈压缩趋势。本次会议, 公司总经理蒋文格深刻分析了五粮液在市场动销、价格提升、品牌宣传等方面的发展现状, 强调优化计划配置、理顺渠道体系、创新增长方式、提高传播效率、强化战术执行, 解决当前的市场痛点问题, 传递出积极改革信号。从品牌力角度来说, 我们认为五粮液具有明显优势, 即便过去的团队执行总有偏差, 但经过多个旺季的检验, 八代五粮液的送礼属性难以被千元价位带的竞品替代, 作为500亿规模的大单品, 依然能够实现动销增长, 凸显品牌韧性。当前, 公司对作风优化格外重视, 坚定2024年为“营销执行年”的定位, 我们认为以五粮液的品牌+更高效的执行团队, 现有市场问题有望得到解决, 渠道有望进入正向反馈循环。
- **产品思路清晰, 完善1+3产品矩阵。**当增长压力过多压在八代五粮液上时, 容易面临量价平衡的难题, 这也是过去两年公司没有很好解决的市场问题之一。本次会议, 公司发布了五粮液创新新产品打造计划, 将陆续研发限量稀缺、高价值、个性化的创新产品, 包括焕新推出的45度五粮液和68度五粮液。此外, 1618和低度五粮液有望作为侧翼产品, 一方面继续以高费用模式阻击竞品发展, 另一方面为八代五粮液放量缓压; 经典五粮液有望成立品牌专营公司, 通过系列化布局, 加强五粮液在更高价位的价值表达。我们认为, 在全面的产品矩阵发力下, 八代五粮液的挺价目标有望实现, 有助于渠道盈利的改善, 增强厂商合作共赢的关系。目前, 八代五粮液的批价稳定在940元左右, 较春节前有20元左右的回升, 挺价趋势向好。
- **盈利预测与投资评级:** 本次会议, 我们感受到五粮液厂商一致挺价的决心, 事在人为, 当外部环境支持, 内部变革也相对更容易推进。明确渠道利益分配机制与奖惩机制, 内外一心, 末位淘汰, 改革落地的置信度有望明显提升。我们预计公司2023-2025年摊薄每股收益分别为7.83元、8.80元、9.80元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 消费弱复苏影响; 行业竞争加剧; 食品安全风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	66,209	73,969	82,815	92,411	102,558
增长率 YoY %	15.5%	11.7%	12.0%	11.6%	11.0%
归属母公司净利润 (百万元)	23,377	26,691	30,390	34,163	38,037
增长率 YoY%	17.2%	14.2%	13.9%	12.4%	11.3%
毛利率%	75.4%	75.4%	75.7%	75.5%	75.0%
净资产收益率ROE%	23.6%	23.4%	23.8%	24.0%	24.1%
EPS(摊薄)(元)	6.02	6.88	7.83	8.80	9.80
市盈率 P/E(倍)	36.97	26.28	19.60	17.43	15.66
市净率 P/B(倍)	8.72	6.15	4.66	4.18	3.77

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 03 月 22 日收盘价

资产负债表					
单位:百万					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	122,138	137,566	152,171	171,626	192,623
货币资金	82,336	92,358	106,346	125,583	145,727
应收票据	23,859	120	113	127	140
应收账款	64	36	68	76	84
预付账款	196	136	141	158	179
存货	14,015	15,981	16,553	16,728	17,532
其他	1,668	28,935	28,950	28,955	28,960
<b>非流动资产</b>	13,483	15,149	15,841	16,574	17,346
长期股权投资	1,911	1,986	1,986	1,986	1,986
固定资产(合)	5,610	5,313	5,630	5,988	6,385
无形资产	556	519	494	469	444
其他	5,405	7,331	7,731	8,131	8,531
<b>资产总计</b>	135,621	152,715	168,012	188,199	209,969
<b>流动负债</b>	33,616	35,759	35,784	39,704	44,105
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	872	888	1,048	1,177	1,332
应付账款	5,404	7,247	7,449	8,364	9,467
其他	27,340	27,624	27,287	30,163	33,305
<b>非流动负债</b>	613	271	271	271	271
长期借款	0	0	0	0	0
其他	613	271	271	271	271
<b>负债合计</b>	34,229	36,031	36,056	39,975	44,377
少数股东权益	2,323	2,659	4,124	5,772	7,606
归属母公司股东权益	99,068	114,025	127,832	142,452	157,987
<b>负债和股东权益</b>	135,621	152,715	168,012	188,199	209,969

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	66,209	73,969	82,815	92,411	102,558
同比(%)	15.5%	11.7%	12.0%	11.6%	11.0%
归属母公司净利润	23,377	26,691	30,390	34,163	38,037
同比(%)	17.2%	14.2%	13.9%	12.4%	11.3%
毛利率(%)	75.4%	75.4%	75.7%	75.5%	75.0%
ROE%	23.6%	23.4%	23.8%	24.0%	24.1%
EPS(摊薄)(元)	6.02	6.88	7.83	8.80	9.80
P/E	36.97	26.28	19.60	17.43	15.66
P/B	8.72	6.15	4.66	4.18	3.77
EV/EBITDA	24.90	16.99	12.34	10.57	9.11

利润表					
单位:百万					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	66,209	73,969	82,815	92,411	102,558
营业成本	16,319	18,178	20,140	22,613	25,597
营业税金及附加	9,790	10,749	12,008	13,400	14,871
销售费用	6,504	6,844	7,371	8,040	8,615
管理费用	2,900	3,068	3,313	3,512	3,692
研发费用	177	236	248	277	308
财务费用	-1,732	-2,026	-2,186	-2,551	-2,984
减值损失合计	-8	-26	0	0	0
投资净收益	97	93	124	139	154
其他	211	188	207	231	256
<b>营业利润</b>	32,552	37,174	42,252	47,490	52,870
营业外收支	-102	-71	-60	-60	-60
<b>利润总额</b>	32,450	37,104	42,192	47,430	52,810
所得税	7,943	9,133	10,337	11,620	12,938
<b>净利润</b>	24,507	27,971	31,855	35,810	39,871
少数股东损益	1,130	1,280	1,465	1,647	1,834
<b>归属母公司净利润</b>	23,377	26,691	30,390	34,163	38,037
EBITDA	31,437	35,858	39,685	44,520	49,425
EPS(当年)(元)	6.02	6.88	7.83	8.80	9.80

现金流量表					
单位:百万					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	26,775	24,431	31,148	39,383	43,275
净利润	24,507	27,971	31,855	35,810	39,871
折旧摊销	917	965	-50	-50	-50
财务费用	70	48	0	0	0
投资损失	-97	-93	-124	-139	-154
营运资金变动	1,547	-4,119	-593	3,702	3,548
其它	-168	-341	60	60	60
<b>投资活动现金流</b>	-1,497	-1,716	-161	-146	-131
资本支出	-1,533	-1,734	-285	-285	-285
长期投资	-6	-6	0	0	0
其他	42	23	124	139	154
<b>筹资活动现金流</b>	-11,269	-13,105	-17,000	-20,000	-23,000
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-10,874	-12,681	-17,000	-20,000	-23,000
<b>现金流净增加额</b>	14,008	9,609	13,987	19,237	20,144

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。