

2024年05月14日

五粮液 (000858.SZ)

公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

买入-B(首次)

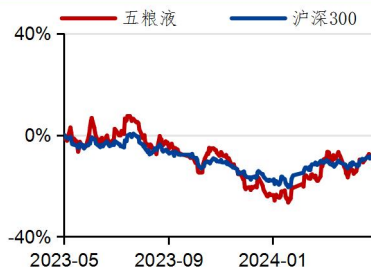
股价(2024-05-14)

151.34 元

交易数据

总市值(百万元)	587,442.56
流通市值(百万元)	587,430.13
总股本(百万股)	3,881.61
流通股本(百万股)	3,881.53
12个月价格区间	181.50/127.72

一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	2.51	4.61	-1.44
绝对收益	7.72	13.29	-8.57

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.com

相关报告

业绩增长稳健, 管理经营改善

事件:

公司发布 23 年年报及 24 年一季报, 23 年实现营收 832.72 亿元, 同比+12.58%; 归母净利润 302.11 亿元, 同比+13.19%; 扣非归母净利润 301.16 亿元, 同比+12.96%。其中, 23Q4 实现营收 207.36 亿元, 同比+14.00%; 归母净利润 73.78 亿元, 同比+10.07%; 扣非归母净利润 73.75 亿元, 同比+11.01%。

24Q1 实现营收 348.33 亿元, 同比+11.86%; 归母净利润 140.45 亿元, 同比+11.98%; 扣非归母净利润 140.39 亿元, 同比+12.71%。

24 年目标: 营业总收入持续保持两位数稳健增长。

报表分析: 23 年现金回款 1053.50 亿元, 同比+28.84%, 高于营收增速(+12.58%), 销售收现率 127%, 其中 23Q4 现金回款 385.32 亿元, 同比+17.67%, 高于营收增速(+14.00%); 合同负债为 68.64 亿元, 同比-55.15 亿元/环比+29.16 亿元。24Q1 现金收现约 217.69 亿元, 同比-23.98%, 低于营收增速(+11.86%), 销售收现率 62%。合同负债约 50.47 亿元, 同比-4.88 亿元/环比-18.17 亿元。

投资要点

◆ **营收稳健增长, 毛利率表现平稳。** 23 年公司实现营收 832.72 亿元, 同比+12.58% (其中 Q1: +13.03%; Q2: +5.07%; Q3: +16.99%; Q4: +14.00%)。23 年公司毛利率为 75.79%, 同比+0.37pct。

1) **分产品,** 23 年五粮液产品/其他酒产品分别实现营收 628.04/136.43 亿元, 同比+12.84%/13.05%, 其中五粮液产品销售/吨价分别同比+17.98%/-3.80%, 我们预计主要系低度五粮液等产品加速放量。

2) **分渠道,** 23 年经销/直销模式分别实现营收 459.85/304.62 亿元, 同比+13.56%/+12.53%, 直销占比接近 40%。23 年全年新增核心终端 2.6 万家, 专卖店数量超 1600 家。

◆ **费率相对稳定, 盈利能力稳中有升。** 23 年销售/管理费用率分别为 9.36%/3.99%, 分别同比+0.11/-0.16pct, 费用率整体平稳。23Q4 销售费用率同比+2.26pct 至 7.57%, 主要系年底公司加大费用投放力度。综合来看, 23 年归母净利率 36.28%, 同比+0.20pct, 盈利能力稳中有升。

◆ **24Q1 经营分析:** 24Q1 公司实现营收 348.33 亿元, 同比+11.86%, 我们预计春节旺季核心单品普五需求稳健实现顺利开门红。24Q1 毛利率 78.43%, 同比+0.03pct, 销售/管理费用率分别为 7.53%/3.06%, 同比+0.75pct/-0.47pct, 费用率管控良好。24Q1 归母净利率 40.32%, 同比+0.04pct。

◆ **24 年展望: 量价策略清晰, 管理经营更为务实。** 1) **价:** 2 月 5 日公司调整核心大单品第八代五粮液价格, 单瓶出厂价由 969 元提高至 1019 元; 其次当前公司针对电商平台低价货加大整治力度。2) **量:** 公司提出 24 年普五传统渠道计划减量 20%, 同时调整产品、渠道和市场结构。核心单品八代五粮液需求具备韧性, 1618、低度



五粮液在扫码红包政策下增速亮眼，产品打法逐渐成熟，增长势能预计延续；经典五粮液、文化酒等产品亦可贡献增量。**3) 管理：**公司将 24 年定位为营销执行年，执行“抓动销、稳价格、提费效、转作风”。公司优化费用投放、加强渠道价值链维护，渠道信心有所修复；此外公司持续优化渠道布局，推进传统、直营、新兴渠道多渠道协调发展。

- ◆ **中长期展望：产品布局清晰，品牌价值持续提升。**公司完善 1+3 产品体系，新增 45、68 度五粮液，进一步丰富侧翼产品矩阵、补齐价位带。公司针对经典五粮液实施“三加强一稳定”策略，有望成立品牌专营公司，开展品牌推广及消费者培育活动，助力实现五粮液品牌价值回归。我们预计产品线的丰富有望满足消费者差异化需求，同时缓解依靠核心单品的量增压力，进一步推动五粮液品牌价值回归。
- ◆ **投资建议：**短期来看，公司量价策略清晰，一方面核心单品八代五粮液出厂价上调 20 元，同时适度缩减传统渠道投放控货挺价；另一方面，1618、低度五粮液等产品亦可贡献增量。其次公司通过优化费用投放、加强渠道价值链建设有望进一步修复渠道信心。中长期看，公司产品布局更为全面，量价关系理顺、品牌价值回归背景下业绩增长更具支撑。我们预测公司 24 年至 26 年营业收入为 925 亿、1030 亿、1141 亿元，分别同比增长 11.1%、11.3%和 10.8%，归母净利润为 339 亿、383 亿、429 亿元，分别增长 12.3%、12.9%、12.0%，EPS 分别为 8.74、9.87 和 11.05 元，对应 PE 分别为 17.3x、15.3x、13.7x，首次覆盖，给予“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示：**宏观经济恢复不及预期，市场竞争加剧，核心单品挺价表现不及预期，公司出现重大管理瑕疵等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	92,484	102,951	114,081
YoY(%)	11.7	12.6	11.1	11.3	10.8
归母净利润(百万元)	26,691	30,211	33,913	38,292	42,900
YoY(%)	14.2	13.2	12.3	12.9	12.0
毛利率(%)	75.4	75.8	76.3	76.7	77.1
EPS(摊薄/元)	6.88	7.78	8.74	9.87	11.05
ROE(%)	24.0	23.8	21.1	20.1	19.0
P/E(倍)	22.0	19.4	17.3	15.3	13.7
P/B(倍)	5.2	4.5	3.6	3.0	2.6
净利率(%)	36.1	36.3	36.7	37.2	37.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) **五粮液产品**：产品方面，紧扣 1+3 产品矩阵，产品力持续强化；量价来看，24 年普五提价、同时公司调整产品投放节奏，有望支撑业绩增长。我们预计 2024-2026 年公司五粮液产品营收增速分别为 11.5%、12.0%、11.5%。
- (2) **其他系列酒**：五粮春、五粮醇等其他产品在宴席、大众消费场景具备较强品牌力，公司投放扫码红包有望进一步刺激动销。我们预计 2024-2026 年公司其他酒产品营收增速分别为 12.0%、11.0%、10.0%。
- (3) **其他**：塑料、玻瓶、印刷、其他主营业务及其他业务占比较小。我们预计 2024-2026 年塑料业务增速分别为 2.0%、2.0%、2.0%；玻瓶业务增速分别为 2.0%、2.0%、2.0%；印刷业务增速分别为 5.0%、5.0%、5.0%；其他主营业务增速分别为 10.0%、10.0%、10.0%；其他业务增速分别为 0%、0%、0%。

表 1：公司业务拆分（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1) 五粮液产品	49,112.01	55,335.18	62,804.08	70,026.55	78,429.73	87,449.15
YoY		12.7%	13.5%	11.5%	12.0%	11.5%
毛利率	85.6%	86.6%	86.6%	86.8%	86.9%	87.0%
2) 其他酒产品	12,619.83	12,227.47	13,643.02	15,280.18	16,961.00	18,657.10
YoY		-3.1%	11.6%	12.0%	11.0%	10.0%
毛利率	59.7%	60.7%	60.2%	60.3%	60.5%	60.5%
3) 塑料	2,509.01	3,201.87	3,186.75	3,250.49	3,315.50	3,381.81
YoY		27.6%	-0.5%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	4.6%	4.1%	4.8%	5.0%	5.2%	5.4%
4) 玻瓶	135.97	119.01	121.73	124.16	126.64	129.18
YoY		-12.5%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	6.4%	4.7%	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%
5) 印刷	138.22	138.27	148.59	156.02	163.82	172.01
YoY		0.0%	7.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	8.6%	10.8%	13.8%	15.0%	16.2%	17.0%
6) 其他主营业务	1,237.96	2,341.94	2,791.22	3,070.34	3,377.37	3,715.11
YoY		89.2%	19.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	8.3%	6.8%	5.1%	6.0%	6.0%	6.0%
7) 其他业务	456.05	604.90	576.69	576.69	576.69	576.69
YoY		32.6%	-4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	18.7%	26.3%	29.2%	30.0%	32.0%	32.0%

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总计	66,209.05	73,968.64	83,272.07	92,484.42	102,950.75	114,081.04
YoY		11.7%	12.6%	11.1%	11.3%	10.8%
总成本	16,318.78	18,178.43	20,157.14	21,936.83	23,940.19	26,085.68
毛利率	75.4%	75.4%	75.8%	76.3%	76.7%	77.1%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司是中国白酒高端行业白酒龙头之一，主要产品“五粮液”酒为浓香型白酒典型代表。可比公司选择时，我们选择高端酒及典型地产白酒，具体标的为五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、古井贡酒。可比公司 24-26 年估值平均为 20.4x、17.1x 和 14.6x，五粮液对应估值分别为 17.3x、15.3x 和 13.7，相较于可比公司，五粮液估值处于较低位置，同时考虑到公司管理经营逐步改善、品牌力具备支撑，估值具备相对性价比。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603369.SH	贵州茅台	21,380.2	747.3	877.8	1,019.0	1,171.4	24.4	21.0	18.3
000568.SZ	泸州老窖	2,678.0	132.5	161.5	194.4	230.7	16.6	13.8	11.6
600809.SH	山西汾酒	3,210.6	104.4	131.5	161.2	194.3	24.4	19.9	16.5
002304.SZ	洋河股份	1,383.9	45.9	59.0	73.8	89.8	23.4	18.8	15.4
000596.SZ	古井贡酒	1,439.7	100.2	107.8	118.6	130.7	13.4	12.1	11.0
	平均	-	226.0	267.5	313.4	363.4	20.4	17.1	14.6
000858.SZ	五粮液	5,874.4	302.1	339.1	382.9	429.0	17.3	15.3	13.7

资料来源: Wind 一致预期, 五粮液盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 5 月 14 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	137566	147182	189090	216525	260193	营业收入	73969	83272	92484	102951	114081
现金	92358	115456	155690	181410	223165	营业成本	18178	20157	21937	23940	26086
应收票据及应收账款	156	43	178	68	204	营业税金及附加	10749	12532	13677	15226	16971
预付账款	136	169	170	208	211	营业费用	6844	7796	8601	9471	10381
存货	15981	17388	18927	20704	22478	管理费用	3068	3319	3514	3809	4107
其他流动资产	28935	14126	14125	14135	14135	研发费用	236	322	277	309	342
非流动资产	15149	18251	19255	20305	21418	财务费用	-2026	-2473	-2557	-2875	-3232
长期投资	1986	2020	2137	2248	2355	资产减值损失	-28	-5	-18	-21	-17
固定资产	5313	5190	6781	8132	9263	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	519	2057	2250	2486	2771	投资净收益	93	58	83	78	73
其他非流动资产	7331	8984	8088	7438	7030	营业利润	37174	42004	47344	53382	59759
资产总计	152715	165433	208345	236830	281611	营业外收入	39	45	45	43	45
流动负债	35759	32683	40103	37341	45107	营业外支出	110	136	300	250	250
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	37104	41913	47089	53175	59553
应付票据及应付账款	8135	9597	9700	11359	11588	所得税	9133	10392	11597	13123	14710
其他流动负债	27624	23087	30403	25982	33520	税后利润	27971	31521	35492	40052	44843
非流动负债	271	400	400	400	400	少数股东损益	1280	1310	1579	1760	1943
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	26691	30211	33913	38292	42900
其他非流动负债	271	400	400	400	400	EBITDA	35371	39617	44337	49763	55382
负债合计	36031	33084	40504	37742	45508	主要财务比率					
少数股东权益	2659	2791	4370	6130	8073	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	3882	3882	3882	3882	3882	成长能力					
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683	营业收入(%)	11.7	12.6	11.1	11.3	10.8
留存收益	107461	122994	146041	174068	209182	营业利润(%)	14.2	13.0	12.7	12.8	11.9
归属母公司股东权益	114025	129558	163471	192959	228031	归属于母公司净利润(%)	14.2	13.2	12.3	12.9	12.0
负债和股东权益	152715	165433	208345	236830	281611	获利能力					
						毛利率(%)	75.4	75.8	76.3	76.7	77.1
						净利率(%)	36.1	36.3	36.7	37.2	37.6
						ROE(%)	24.0	23.8	21.1	20.1	19.0
						ROIC(%)	22.9	22.6	20.1	19.1	18.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	23.6	20.0	19.4	15.9	16.2
						流动比率	3.8	4.5	4.7	5.8	5.8
						速动比率	2.6	3.5	3.9	4.9	5.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
						应收账款周转率	6.1	840.1	840.1	840.1	840.1
						应付账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3
						估值比率					
						P/E	22.0	19.4	17.3	15.3	13.7
						P/B	5.2	4.5	3.6	3.0	2.6
						EV/EBITDA	14.1	12.0	9.8	8.3	6.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn