

五粮液 (000858.SZ)

强烈推荐 (维持)

增长工具充分, 重申底部配置价值

五粮液召开 2022 年度股东大会, 高管团队针对市场关心的量价策略、渠道改革等热点问题与投资者进行真诚交流。公司今年继续推进营销渠道改革, 提升资源配置效率, 同时加强对普五以外产品的培育, 持续优化结构, 提高公司增长质量。公司年初以来动销旺盛, 历史包袱加速出清, 当前对应 23 年 21xPE, 板块内估值偏低。坚定看好需求复苏背景下, 普五批价和公司业绩的超预期可能, 重申底部配置价值。

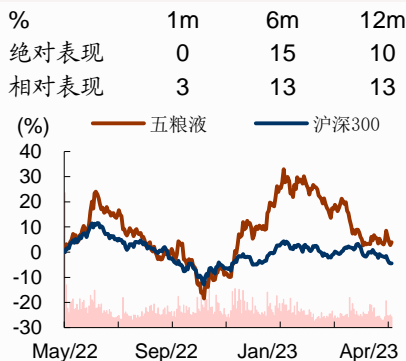
- **事件:** 五粮液召开 2022 年度股东大会, 会上曾总围绕企业发展新成效、面临新机遇、资本市场新关切等方面进行脱稿演讲, 高管团队也针对市场关心的量价策略、渠道改革等热点问题与投资者进行真诚交流。
- **产品结构向好, 增长质量更优。** 公司去年以来不断强化普五以外产品的培育, 一方面从销量上分担普五的增长压力, 另一方面依靠老酒、文创类等吨价更高的差异化产品提高公司整体的增长质量。1) 公司继续坚持经典五粮液核心战略产品地位, 针对性推出限量定制版经典系列产品; 2) 年内计划推出紫气东来, 加强五粮液在低度白酒市场的竞争优势; 3) 重点发力老酒、文创类普五以上的非标产品; 4) 系列酒集中力量打造五粮春、五粮醇、特头曲和尖庄四大单品; 在继续巩固提升八代五粮液千元价位带核心大单品地位的基础上, 持续优化产品结构, 提高公司增长质量。
- **营销改革继续推进, 提升资源配置效率。** 2023 年公司基于总部抓总、大区主战, 继续推进营销渠道优化, 充分利用数字化营销中台提高对传统渠道的精准投放的秩序管理。坚持五粮液传统渠道不增量, 新增计划量向高质量动销区域、新拓展渠道和个性化产品倾斜。渠道端, 2023 年五粮液将大力推进直营建设, 围绕五粮液终端形象店、专卖店、文化体验店和“五粮液酒家”升级市场形象。公司今年还将完成第五代门店建设推广, 在空白市场新增 300 家专卖店, 强化消费者体验, 在高空广告投放的基础上, 更加注重场景、圈层营销的落地。
- **动销旺盛, 库存去化, 量价积极。** 调研反馈, 今年元春以来五粮液动销旺盛, 五一期间 26 个大区均实现双位数以上增长, 很多大区实现 20% 以上增长, 线下动销同比翻倍, 历史包袱加速出清。近期公司已经开始对部分低质量动销的经销商进行动态减量。我们认为, 随着库存去化, 价格管控加强以及需求持续复苏, 23H2 更加积极的量价反馈值得期待。
- **投资建议: 增长工具充分, 重申底部配置价值。** 当前虽然市场对经济复苏节奏存在分歧, 但五粮液作为千元价格带刚需品种动销体现了较强韧性。内部改革调整后, 品牌培育成效凸显, 增长工具更加充分, 当前 21xPE 被明显低估。年内视角看, 公司一方面从供给发力, 调结构替普五分担压力, 另一方面从需求拉动, 更加注重营销宣传的落地, 普五批价和公司业绩都具备超预期基础。中长期维度, 我们继续看好经典五粮液悉心培育后的发展空间。维持 23-25 年 EPS 预测为 8.12、9.35、10.77 元 (+18%、+15%、+15%), 维持目标价 244 元, 看 40% 以上股价空间, 重申底部配置价值, 维持强烈推荐投资评级。
- **风险提示:** 需求下行、竞品批价大幅回落、渠道精细化改革不达预期等

消费品/食品饮料
目标股价: 244 元
当前股价: 170.1 元

基础数据

总股本 (万股)	388161
已上市流通股 (万股)	388153
总市值 (亿元)	6603
流通市值 (亿元)	6602
每股净资产 (MRQ)	32.6
ROE (TTM)	22.4
资产负债率	19.1%
主要股东	宜宾发展控股集团有限公司
主要股东持股比例	34.43%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《五粮液 (000858) — 现金流大幅改善, 关注超预期可能, 重申强烈推荐》2023-05-02
- 《五粮液 (000858) — 春节超预期只是起点, 全年看高景气延续, 上调目标价至 282 元》2023-02-15
- 《五粮液 (000858) — 紧抓复苏机遇, 关注渠道利润改善》2022-12-19

于佳琦 S1090518090005
yujiqi@cmschina.com.cn
陈书慧 S1090523010003
chenshuhui@cmschina.com.cn

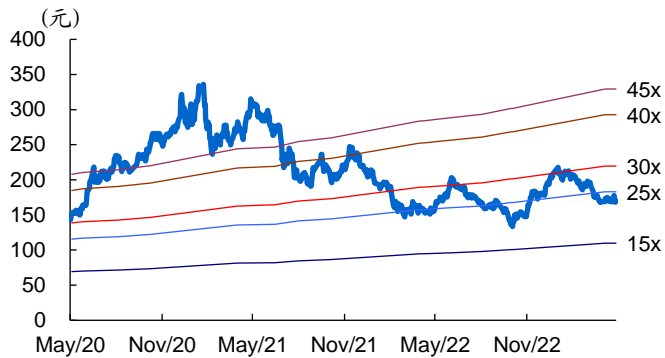
财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	66209	73969	85031	96734	110192
同比增长	16%	12%	15%	14%	14%
营业利润(百万元)	32525	37263	43872	50503	58167
同比增长	17%	15%	18%	15%	15%
归母净利润(百万)	23350	26779	31516	36282	41789
同比增长	17%	15%	18%	15%	15%

每股收益(元)	6.02	6.90	8.12	9.35	10.77
PE	28.3	24.7	21.0	18.2	15.8
PB	5.2	5.8	5.0	4.4	3.8

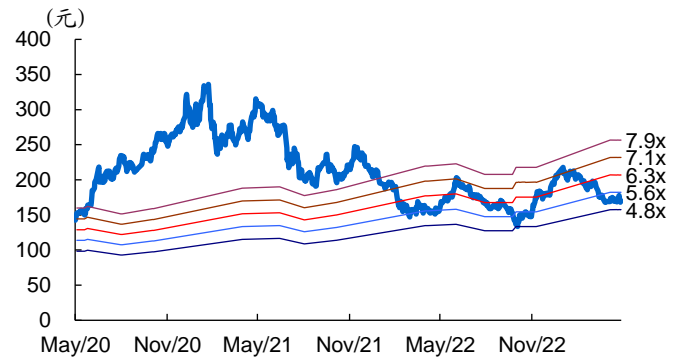
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 五粮液历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 五粮液历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《五粮液（000858）—现金流大幅改善，关注超预期可能，重申强烈推荐》2023-05-02
- 2、《五粮液（000858）—春节超预期只是起点，全年看高景气延续，上调目标价至 282 元》2023-02-15
- 3、《五粮液（000858）—紧抓复苏机遇，关注渠道利润改善》2022-12-19
- 4、《五粮液（000858）—业绩超出预期，关注超跌修复》2022-10-27
- 5、《五粮液（000858）—疫情扰动下实现稳健收官，市场复苏中期待渠道正反馈》2022-08-25
- 6、《五粮液（000858）—动销边际回暖，价值买点已现》2022-05-27
- 7、《五粮液（000858）—21 年平稳收官，重视经营改善》2022-04-29
- 8、《五粮液（000858）—全年稳健收官，看好底部反弹》2022-03-10

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	144222	137566	154911	177885	203331
现金	101128	92358	105194	121712	139958
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	150	120	29761	33857	38567
应收款项	88	36	170	193	220
其它应收款	0	31	36	40	46
存货	16065	15981	17647	19698	21836
其他	26790	29040	2104	2384	2702
非流动资产	16199	15149	13068	13010	13731
长期股权投资	1986	1986	1000	1000	1000
固定资产	5255	5313	5370	5621	6652
无形资产商誉	556	519	492	467	446
其他	8402	7331	6206	5921	5633
资产总计	160421	152715	167979	190895	217062
流动负债	30288	35759	32681	34858	37128
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	7493	7247	5036	5621	6232
预收账款	16	13924	13094	14616	16202
其他	22779	14588	14551	14621	14694
长期负债	340	271	271	271	271
长期借款	0	0	0	0	0
其他	340	271	271	271	271
负债合计	30628	36031	32953	35130	37400
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积金	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	120006	107461	124296	143301	165201
少数股东权益	3224	2659	4166	5900	7897
归属于母公司所有者权益	126570	114025	130861	149866	171765
负债及权益合计	160421	152715	167979	190895	217062

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	9536	24431	25017	31561	36433
净利润	23350	26779	31516	36282	41789
折旧摊销	0	577	527	533	554
财务费用	(1732)	(2026)	(2262)	(2609)	(2878)
投资收益	0	(93)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	(13219)	(1733)	(7209)	(4286)	(4937)
其它	1137	927	2546	1741	2005
投资活动现金流	(1104)	(1716)	511	(475)	(1275)
资本支出	(1104)	(1781)	(425)	(425)	(1225)
其他投资	(0)	64	936	(50)	(50)
筹资活动现金流	(113)	(13105)	(12693)	(14568)	(16911)
借款变动	8062	(3495)	(376)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(10015)	(11734)	(14680)	(17277)	(19890)
其他	1840	2123	2362	2709	2978
现金净增加额	8319	9609	12835	16518	18247

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	66209	73969	85031	96734	110192
营业成本	16319	18178	20145	22486	24927
营业税金及附加	9790	10749	12330	14026	15978
营业费用	6504	6844	7552	8478	9553
管理费用	2900	3068	3449	3863	4310
研发费用	211	253	291	331	331
财务费用	(1732)	(2026)	(2262)	(2609)	(2878)
资产减值损失	(8)	(26)	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	202	234	250	250	100
投资收益	97	93	100	100	100
营业利润	32525	37263	43872	50503	58167
营业外收入	52	39	50	50	50
营业外支出	154	110	100	100	100
利润总额	32423	37192	43822	50453	58117
所得税	7943	9133	10799	12437	14330
少数股东损益	1130	1280	1506	1734	1997
归属于母公司净利润	23350	26779	31516	36282	41789

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	16%	12%	15%	14%	14%
营业利润	17%	15%	18%	15%	15%
归母净利润	17%	15%	18%	15%	15%
获利能力					
毛利率	75.4%	75.4%	76.3%	76.8%	77.4%
净利率	35.3%	36.2%	37.1%	37.5%	37.9%
ROE	18.4%	23.5%	24.1%	24.2%	24.3%
ROIC	17.9%	22.7%	23.2%	23.2%	23.2%
偿债能力					
资产负债率	19.1%	23.6%	19.6%	18.4%	17.2%
净负债比率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.8	3.8	4.7	5.1	5.5
速动比率	4.2	3.4	4.2	4.5	4.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	1019.0	1191.7	826.6	532.2	532.5
应付账款周转率	3.0	2.5	3.3	4.2	4.2
每股资料(元)					
EPS	6.02	6.90	8.12	9.35	10.77
每股经营净现金	2.46	6.29	6.45	8.13	9.39
每股净资产	32.61	29.38	33.71	38.61	44.25
每股股利	3.02	3.78	4.45	5.12	5.90
估值比率					
PE	28.3	24.7	21.0	18.2	15.8
PB	5.2	5.8	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	34.4	29.7	25.2	21.9	19.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

胡思蓓：复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

黄越：中央财经大学本科，北京大学硕士，23年加入招商证券，曾就职于永赢基金。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得金牛奖第五名，wind金牌分析师第一名。22年获得金牛奖第四名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。