

五粮液 (000858.SZ)

2023年顺利收官，量价齐增仍可期

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布23年年报及24Q1季报。23年公司实现营收832.72亿元，同增12.58%；实现归母净利润302.11亿元，同增13.19%。单季度来看，23Q4实现营收207.36亿元，同增14.00%；实现归母净利润73.78亿元，同增10.07%。24Q1实现营收348.33亿元，同增11.86%；实现归母净利润140.45亿元，同增11.98%。考虑到春节错期影响，23Q4+24Q1公司合计营收/归母净利润分别为555.69/214.23亿元，分别同增12.65%/11.33%。

➤ **23年主要依靠销量驱动成长，成熟市场增长更稳健。**

分产品看，23年五粮液/其他酒分别实现营收628.04/136.43亿元，同比分别增长13.50%/11.58%。**分量价看**，五粮液23年实现销量3.87万吨，销量/吨价分别变化+17.98%/-3.80%；其他酒实现销量12.04万吨，销量/吨价分别变化+27.60%/-12.56%，五粮液和其他酒吨价均有下滑，增长主要依靠销量。

分区域看，公司东部/南部/西部/北部/中部区域白酒业务分别实现营收223.89/68.10/262.15/80.74/129.58亿元，同比分别变化+17.92%/-8.97%/+21.71%/-4.04%/+16.30%，成熟市场的增长贡献更大。

分销售模式看，公司经销/直销渠道分别实现营收459.85/304.62亿元，同比分别增长13.56%/12.53%。公司全年新增核心终端2.6万家，启动“三店一家”建设，目前专卖店数量超过1600家。

➤ **费用管控良好，盈利能力维持向上。**

费用端，23年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为9.4%/4.0%/0.4%/-3.0%，同比分别变化+0.1/-0.2/+0.1/-0.2pct，期间费用率整体下降0.2pct。毛利率/净利率分别为75.8%/36.3%，同比分别+0.4/+0.2pct。24Q1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为7.5%/3.1%/0.2%/-2.1%，同比分别+0.8/-0.5/0.0/-0.1pct，合计微增0.2pct；毛利率/净利率分别为78.4%/40.3%，同比+0.03/+0.04pct。

➤ **23年顺利完成目标，24年预计量价均衡增长。**

公司年初规划为营业总收入力争实现两位数增长，2023年顺利完成。2024年公司的经营目标是巩固增强稳健发展态势，营业总收入持续保持两位数稳健增长，目标维持。今年2月起，第八代五粮液出厂价将由969元/瓶调整为1019元/瓶，预计24年量价增长会更加均衡。

➤ **盈利预测与投资建议**

预计2023-2025年公司归母净利润为341.22/392.88/445.21亿元（24-25年前值348.21/398.17亿元），给予公司2024年22倍PE，对应目标价193元，维持买入评级。

➤ **风险提示**

白酒商务消费复苏不及预期、普五批价不及预期等。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	93,578	106,572	119,843
增长率	12%	13%	12%	14%	12%
归母净利润(百万元)	26,691	30,211	34,122	39,288	44,521
增长率	14%	13%	13%	15%	13%
EPS(元/股)	6.88	7.78	8.79	10.12	11.47
市盈率(P/E)	22.1	19.6	17.3	15.0	13.3
市净率(P/B)	5.2	4.6	3.6	2.9	2.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所

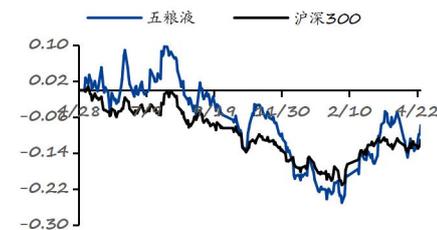
买入 (维持评级)

当前价格: 152.25元
目标价格: 193元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3,881.61/3,881.53
流通A股市值(百万元)	590,962.32
每股净资产(元)	37.00
资产负债率(%)	18.62
一年内最高/最低价(元)	188.57/122.56

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师: 张东雪(S0210523060001)
zdx30145@hfzq.com.cn
联系人: 李妍冰(S0210123060028)
lyb30131@hfzq.com.cn

相关报告

- 【华福食品饮料】五粮液点评：提价预期落地，全年量价温和平衡——2024.01.31
- 五粮液(000858.SZ)2023 季报点评：三季度表现超预期，龙头实力持续彰显——2023.10.30
- 五粮液(000858.SZ)中报点评：轻装上阵，五粮液量价逻辑再出发——2023.08.27

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	115,456	152,978	197,964	239,178	营业收入	83,272	93,578	106,572	119,843
应收票据及账款	43	48	55	61	营业成本	20,157	22,667	25,754	29,024
预付账款	169	211	239	270	税金及附加	12,532	13,662	15,538	17,461
存货	17,388	19,657	22,335	25,225	销售费用	7,796	8,752	9,914	11,088
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,319	3,712	4,174	4,633
其他流动资产	14,126	18,283	10,708	12,041	研发费用	322	362	412	463
流动资产合计	147,182	191,178	231,301	276,776	财务费用	-2,473	-2,682	-3,508	-4,370
长期股权投资	2,020	2,020	2,020	2,020	信用减值损失	-1	-2	-2	-2
固定资产	5,188	4,752	5,623	8,980	资产减值损失	-4	-13	-13	-13
在建工程	5,621	6,891	9,451	9,451	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	2,057	2,451	2,952	3,642	投资收益	58	83	70	76
商誉	2	2	2	2	其他收益	331	259	259	259
其他非流动资产	3,363	3,411	3,451	3,480	营业利润	42,004	47,435	54,603	61,863
非流动资产合计	18,251	19,527	23,498	27,575	营业外收入	45	37	36	37
资产合计	165,433	210,705	254,799	304,351	营业外支出	136	133	133	133
短期借款	0	0	0	0	利润总额	41,913	47,339	54,506	61,767
应付票据及账款	9,597	10,114	11,569	13,072	所得税	10,392	11,737	13,514	15,315
预收款项	18	19	21	24	净利润	31,521	35,602	40,992	46,452
合同负债	6,864	15,908	18,117	20,373	少数股东损益	1,310	1,480	1,704	1,931
其他应付款	5,386	5,386	5,386	5,386	归属母公司净利润	30,211	34,122	39,288	44,521
其他流动负债	10,819	10,926	11,305	11,872	EPS (按最新股本摊薄)	7.78	8.79	10.12	11.47
流动负债合计	32,683	42,353	46,398	50,727					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	400	400	400	400					
非流动负债合计	400	400	400	400					
负债合计	33,084	42,754	46,798	51,128					
归属母公司所有者权益	129,558	163,680	202,026	245,318					
少数股东权益	2,791	4,271	5,975	7,906					
所有者权益合计	132,349	167,951	208,000	253,223					
负债和股东权益	165,433	210,705	254,799	304,351					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	41,742	36,708	47,009	42,893
现金收益	29,638	33,594	38,171	42,901
存货影响	-1,407	-2,270	-2,677	-2,891
经营性应收影响	83	-34	-23	-25
经营性应付影响	2,231	519	1,457	1,506
其他影响	11,197	4,899	10,081	1,401
投资活动现金流	-2,932	-1,868	-4,588	-4,819
资本支出	-3,856	-1,902	-4,618	-4,866
股权投资	-34	0	0	0
其他长期资产变化	958	34	30	47
融资活动现金流	-16,300	2,682	2,565	3,140
借款增加	-361	0	0	0
股利及利息支付	-15,894	-983	-1,283	-1,571
股东融资	23	0	0	0
其他影响	-68	3,665	3,848	4,711

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	12.6%	12.4%	13.9%	12.5%
EBIT 增长率	12.4%	13.2%	14.2%	12.5%
归母公司净利润增长率	13.2%	12.9%	15.1%	13.3%
获利能力				
毛利率	75.8%	75.8%	75.8%	75.8%
净利率	37.9%	38.0%	38.5%	38.8%
ROE	22.8%	20.3%	18.9%	17.6%
ROIC	31.0%	27.4%	25.1%	23.1%
偿债能力				
资产负债率	20.0%	20.3%	18.4%	16.8%
流动比率	4.5	4.5	5.0	5.5
速动比率	4.0	4.0	4.5	5.0
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	0	0	0	0
存货周转天数	298	294	293	295
每股指标 (元)				
每股收益	7.78	8.79	10.12	11.47
每股经营现金流	10.75	9.46	12.11	11.05
每股净资产	33.38	42.17	52.05	63.20
估值比率				
P/E	20	17	15	13
P/B	5	4	3	2
EV/EBITDA	28	24	21	19

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn