

五粮液 (000858)

2023 年报及 2024 年一季报点评：溯流而上，气象一新

买入 (维持)

2024 年 04 月 29 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	73,969	83,272	91,724	101,995	112,813
同比 (%)	11.72	12.58	10.15	11.20	10.61
归母净利润 (百万元)	26,690	30,211	33,515	38,067	42,792
同比 (%)	14.17	13.19	10.94	13.58	12.41
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.88	7.78	8.63	9.81	11.02
P/E (现价&最新摊薄)	22.14	19.56	17.63	15.52	13.81

投资要点

■ **事件:** 公司披露 2023 年报及 2024 年一季报, 23 年营收/归母净利润分别为 833/ 302 亿元, 同比+12.58%/+13.19%。23Q4 营收/归母净利润分别为 207.36/73.78 亿元, 同比+14%/+10.1%, 收入增速略超预期。24Q1 营收/归母净利润 348.33/140.45 亿元, 同比+11.86%/+11.98%。23 年分红率由 55%上调至 60%。

■ **23 年承前启后, 五粮液渠道逐步修复。收入端:** ①23 年五粮液收入同增 13.5%, 量价分别同比+18.0%/-3.8%。1618 定位调整后, 与低度共同实现增速激活, 23 年收入占比约 20%, 预计贡献中单销量增长。普五在双位数动销支撑下, 通过多元化渠道分流, 推动社会库存逐步去化。②23 年其他酒收入同增 11.6%, 公司集中力量开展产品动销大会战及分类分级市场打造, 经过 23H1 去库消化, 23H2 收入增速及结构均有一定修复。**盈利端:** 23 年净利率同比微增 0.04pct, 主要由产品结构拉升毛利率同增 0.37pct 贡献。其中, 五粮液、其他酒毛利率分别同比+0.08/-0.52pct, 其他酒结构同比下移, 吨价同比-12.6%。

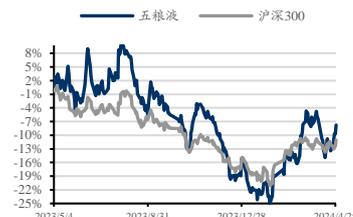
■ **24Q1 笃行实干, 普五控货挺价进行时。收入端:** Q1 收入同增 11.9%, 增速兑现略好于预期。①普五控量稳价, 预计报表贡献有所收缩; 同时 1618 及低度在大力度红包投放及营销互动培育下, 开瓶及动销延续较好增势。②系列酒经过 23 年梳理蓄力, 预计五粮春及尖庄增速提振。**收现端:** Q1 收现比仅为 62.5%, 主因春节偏晚, 票据打款集中体现在 Q1; 季末票据余额同比增长 5.4%, 增幅相对良性。季末合同负债同比下降 4.9 亿元, 预计与普五减量有关。**盈利端:** Q1 净利率同比微降 0.1pct, 主因销售费率同增 0.8pct。24 年开局公司元春营销积极作为, 携手央视等开展春晚品牌投放及“和美好礼”互动, 同时也在线下多地推出春节庆祝活动。

■ **千元砥柱, 赓续前行。**自 2 月提价落地, 八代五粮液出厂价正式迈入千元。经过多渠道跟踪及公司交流, 我们对后续提价传导抱乐观预期: 千元价格带至少在 2022 年以来已找到新均衡点, 这是在悲观氛围中实现的, 2023 年普五实现价稳量增, 也即意味着在此价位五粮液性价比得到高度认同和需求支撑。3 月以来公司严格执行“4231”出货管控, 转作风、稳价格切实落地, 后续辅以需求拉动, 价格提升可期。

■ **盈利预测与投资评级:** 普五作为千元价位带核心单品, 动销流速优异, 看好 2024 年量价策略转变为中长期价格空间打好基础。我们调整 24~25 年归母净利润为 335、381 亿元 (前值为 341、393 亿元), 分别同比+11%/14%, 预计 2026 年归母净利润为 428 亿元, 同比+12%, 当前估值对应 PE 为 18/16/14X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 宏观表现不及预期, 高端竞争加剧而需求疲弱。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	152.25
一年最低/最高价	122.56/188.57
市净率(倍)	4.12
流通 A 股市值(百万元)	590,962.32
总市值(百万元)	590,974.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	37.00
资产负债率(% ,LF)	18.62
总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股(百万股)	3,881.53

相关研究

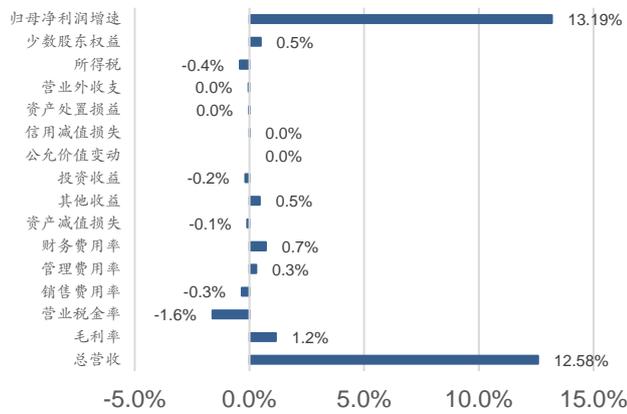
《五粮液(000858): 千元砥柱, 赓续前行》

2024-03-15

《五粮液(000858): 提价在即, 量价策略切实推进》

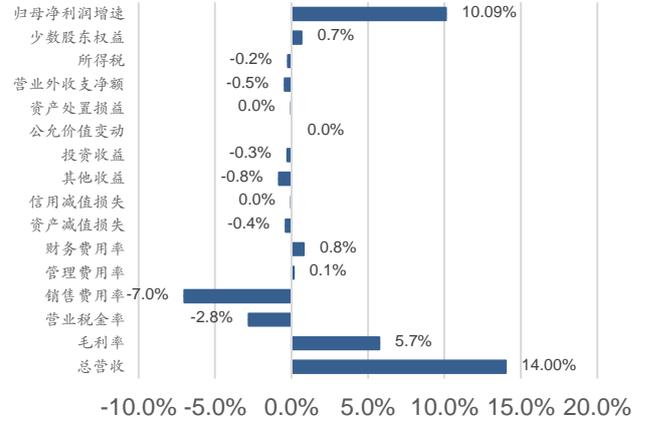
2024-01-31

图1: 五粮液 2023 年归母净利润增速拆分



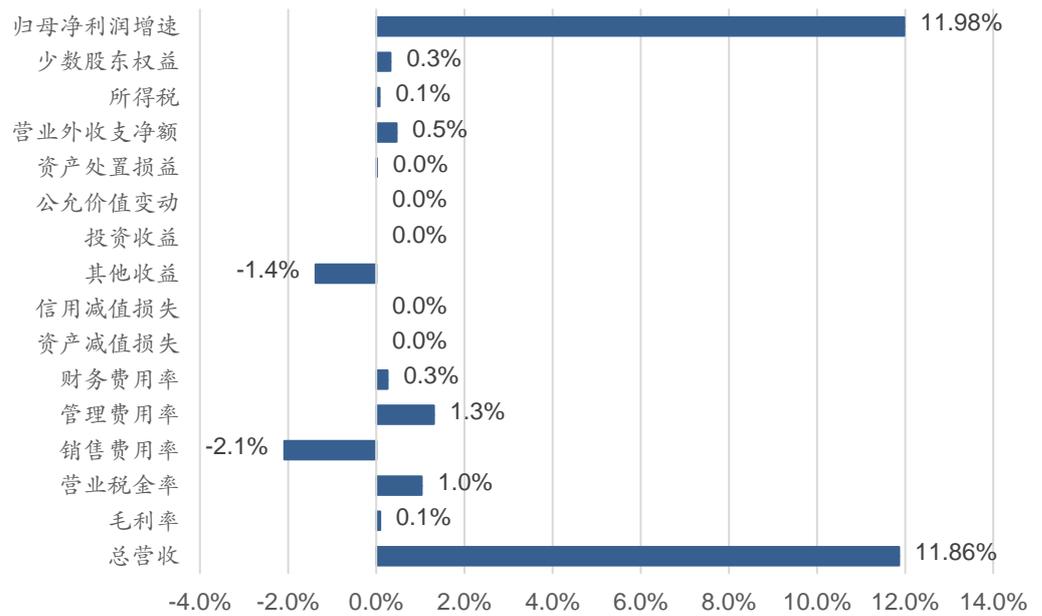
数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 五粮液 2023Q4 归母净利润增速拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图3: 五粮液 2024Q1 归母净利润增速拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	147,182	168,134	179,501	199,516	营业总收入	83,272	91,724	101,995	112,813
货币资金及交易性金融资产	115,456	120,711	130,192	147,441	营业成本(含金融类)	20,157	21,546	23,243	25,157
经营性应收款项	14,299	28,048	27,807	28,000	税金及附加	12,532	13,759	15,157	16,888
存货	17,388	19,337	21,456	24,027	销售费用	7,796	8,832	9,617	10,316
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,319	3,577	3,876	4,061
其他流动资产	40	38	46	49	研发费用	322	355	394	436
非流动资产	18,251	19,695	21,785	22,408	财务费用	(2,473)	(2,652)	(2,773)	(2,991)
长期股权投资	2,020	2,054	2,088	2,122	加:其他收益	331	268	288	329
固定资产及使用权资产	5,317	8,118	10,136	10,985	投资净收益	58	60	64	67
在建工程	5,623	3,829	2,983	1,705	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,057	2,598	3,278	4,198	减值损失	(5)	(13)	(15)	(11)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	1	1	2	2
长期待摊费用	163	163	163	163	营业利润	42,004	46,625	52,820	59,332
其他非流动资产	3,069	2,931	3,134	3,232	营业外净收支	(91)	(88)	(83)	(87)
资产总计	165,433	187,829	201,286	221,924	利润总额	41,913	46,537	52,737	59,245
流动负债	32,683	40,850	38,464	41,941	减:所得税	10,392	11,462	12,921	14,515
短期借款及一年内到期的非流动负债	15	250	213	159	净利润	31,521	35,075	39,817	44,730
经营性应付款项	9,614	9,941	6,498	8,831	减:少数股东损益	1,310	1,560	1,749	1,938
合同负债	6,864	14,005	13,946	13,836	归属母公司净利润	30,211	33,515	38,067	42,792
其他流动负债	16,190	16,654	17,807	19,115	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.78	8.63	9.81	11.02
非流动负债	400	400	400	400	EBIT	39,472	43,926	49,997	56,284
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	40,454	44,422	50,440	56,625
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.79	76.51	77.21	77.70
租赁负债	116	116	116	116	归母净利率(%)	36.28	36.54	37.32	37.93
其他非流动负债	285	285	285	285	收入增长率(%)	12.58	10.15	11.20	10.61
负债合计	33,084	41,251	38,864	42,342	归母净利润增长率(%)	13.19	10.94	13.58	12.41
归属母公司股东权益	129,558	142,227	156,321	171,543					
少数股东权益	2,791	4,351	6,101	8,039					
所有者权益合计	132,349	146,578	162,422	179,582					
负债和股东权益	165,433	187,829	201,286	221,924					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	41,742	27,584	35,365	45,180	每股净资产(元)	33.38	36.64	40.27	44.19
投资活动现金流	(2,932)	(2,187)	(2,438)	(984)	最新发行在外股份(百万股)	3,882	3,882	3,882	3,882
筹资活动现金流	(16,300)	(20,614)	(24,013)	(27,627)	ROIC(%)	23.79	23.70	24.38	24.81
现金净增加额	22,511	4,783	8,914	16,569	ROE-摊薄(%)	23.32	23.56	24.35	24.95
折旧和摊销	982	496	443	341	资产负债率(%)	20.00	21.96	19.31	19.08
资本开支	(2,955)	(2,131)	(2,377)	(917)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.56	17.63	15.52	13.81
营运资本变动	9,402	(8,251)	(4,817)	75	P/B (现价)	4.56	4.16	3.78	3.45

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>