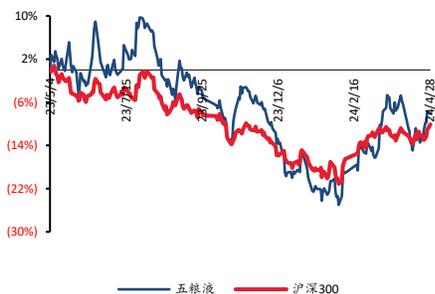


## 一季度顺利实现开门红, 价值回归可期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	38.82/38.82
总市值/流通(亿元)	5,890.34/5,890.34
	0.34
12个月内最高/最低价(元)	188.57/122.56

### 相关研究报告

<<五粮液: Q3 业绩超预期, 浓香龙头保持韧性>>--2023-10-30

<<五粮液: Q2 主动控制节奏, 销量稳健增长>>--2023-08-28

<<五粮液(000858): 今年经营指标超预期完成, 来年稳中有进、高质量发展可期>>--2021-12-22

### 证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

**事件:** 五粮液发布 2023 年年报和 2024 年一季报, 2023 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%。2023Q4 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%。2024Q1 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%。

**2023 年业绩表现稳健, 一季度顺利实现开门红。**2023 年公司顺利完成总收入力争实现两位数增长的目标。一季度开门红表现稳健。分产品, 2023 年公司五粮液/系列酒分别实现营收 628.04/136.43 亿元, 同比+13.50%/+11.58%, 主品牌五粮液与系列酒齐头并进。拆分量价来看, 2023 年五粮液销量/吨价分别为 3.87 万吨/162.46 万元/吨, 同比+18.0%/-3.8%, 吨价有所下降主因加大对 1618 和低度五粮液的投入。公司在量价策略上坚决执行控量挺价政策, 2024 年经销商合同第八代五粮液计划年内减量 20%, 1 月 30 日五粮液将第八代五粮液出厂价提高至 1019 元/瓶, 上调幅度约 5%, 目前普 5 批价在 940 元左右, 环比稳中有升。此外公司在 2024 年推出新品 45 度五粮液、新品 68 度五粮液, 完善其高端价格带的战略布局。系列酒销量/吨价分别为 12.04 万吨/11.33 万元/吨, 同比+27.6%/-12.6%, 系列酒量增明显, 公司持续加强五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄大单品打造, 浓香系列酒今年春节期间动销顺畅、开瓶表现亮眼; 分区域, 2023 年公司东部/南部/西部/北部/中部分别实现营收 223.89/68.10/262.15/80.74/129.58 亿元, 同比+17.92%/-8.97%/+21.71%/-4.04%/+16.30%, 大本营市场西部表现亮眼, 东部、中部增长稳健; 分渠道, 公司直销/经销商分别实现营收 304.62/459.85 亿元, 同比+12.53%/+13.56%, 分别占比 40%/60%, 传统渠道方面, 全年新增核心终端 2.6 万家, 终端动销持续向好, 启动“三店一家”建设, 覆盖全国 300 余座城, 2023 年底专卖店达 1662 家, 全年净增加 32 家; 经销商数量方面, 2023 年末公司东部/南部/西部/北部/中部五粮液经销商数量分别达 747/455/477/354/537 个, 分别净增加+56/-13/+11/+3/+24 个, 五粮浓香经销商净增加 159 至 814 个, 全国经销商数量合计达 3384 个, 净增加 240 个, 系列酒经销商扩充明显。

**公司净利率较为稳健, 分红率创历史新高。**2023 年/2024Q1 公司毛利率为 75.79%/78.43%, 同比+0.37/+0.04pct, 毛利率上升主因五粮液主品牌增长更快带动产品结构上移。2023 年税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.05%/9.36%/3.99%/0.39%/-2.97%, 同比+0.52/+0.11/-0.16/+0.07/-0.23pct, 销售费用率略有增加主因加大促销费、形象宣传、仓储物流等费用。2024Q1 税金及附加/销售/管

理/研发/财务费用率分别为 13.95%/7.53%/3.06%/0.24%/-2.07%，同比-0.37/+0.75/-0.46/-0.01/-0.1pct。2023 年/2024Q1 公司净利率为 37.85%/42.02%，同比+0.04/-0.07pct，净利率基本持平。2024Q1 经营性现金流净额为 5.16 亿元，同比-94.59%，主因公司支持经销商发展，收取银行承兑汇票较多所致。2024Q1 末应收款项融资余额 281 亿元，环比+140 亿元。2024Q1 末合同负债达 50.47 亿元，同比-4.88 亿元，环比-18.17 亿元。公司 2023 年现金分红达 181.27 亿元，分红率达 60%（去年 55%），较去年增长约 18 亿元，分红比率和分红规模均创上市以来新高，当前市值对应的股息率为 3.1%。

**2024 年营收目标保持双位数增长，价值回归可期。**2024 年公司期望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。2024 被定位为公司的“营销执行年”，公司将加强推动产品价值向品牌价格合理回归，坚持让商家能够实现顺价出货提高渠道利润，强化厂商一致挺价的决心。产品端，公司产品矩阵完备，辅助产品缓减普 5 放量压力，在 800-900 元价格带聚焦低度五粮液，900-1000 元价格带利用 1618 抢占八代五粮液提价后的市场空间，千元价格带上坚定八代五粮液战略性主品牌定位，全年按照“4321”发货，1500+元价格带构建高端团购销售网络培育经典五粮液；管理端，公司提拔一线营销队伍出身的蒋佳总为集团副总经理，全员绩效考核执行末尾淘汰机制，更加务实、狼性的组织架构为公司的中长期良性发展奠定坚实基础。

**投资建议：**预计 2024-2026 年收入增速 11%/11%/10%，归母净利润增速分别为 12%/11%/11%，EPS 分别为 8.69/9.64/10.68 元，对应 PE 分别为 18x/16x/14x，按照 2024 年业绩给予 20 倍，目标价 173.80 元，给予“增持”评级。

**风险提示：**行业政策风险、食品安全风险、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	83,272	92,576	102,611	112,939
营业收入增长率（%）	12.58%	11.17%	10.84%	10.07%
归母净利（百万元）	30,211	33,728	37,404	41,456
净利润增长率（%）	13.19%	11.64%	10.90%	10.83%
摊薄每股收益（元）	7.78	8.69	9.64	10.68
市盈率（PE）	18.03	17.52	15.80	14.26

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	92,358	115,456	120,304	133,489	147,495
应收和预付款项	292	212	11,437	4,444	6,376
存货	15,981	17,388	19,270	21,219	23,373
其他流动资产	28,935	14,126	18,083	25,863	23,229
流动资产合计	137,566	147,182	169,095	185,014	200,473
长期股权投资	1,986	2,020	2,077	2,132	2,181
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	5,313	5,190	4,980	4,782	4,607
在建工程	3,773	5,623	7,004	8,456	10,017
无形资产开发支出	519	2,057	2,598	3,278	4,198
长期待摊费用	159	163	167	167	167
其他非流动资产	141,062	150,379	172,554	188,297	203,627
资产总计	152,812	165,433	189,380	207,113	224,798
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	8,151	9,614	9,712	11,081	12,302
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	27,974	23,469	32,257	33,811	35,961
负债合计	36,125	33,084	41,969	44,892	48,263
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683
留存收益	107,464	122,994	136,485	149,577	162,014
归母公司股东权益	114,028	129,558	143,050	156,141	168,578
少数股东权益	2,659	2,791	4,361	6,080	7,958
股东权益合计	116,687	132,349	147,411	162,221	176,536
负债和股东权益	152,812	165,433	189,380	207,113	224,798

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	24,431	41,742	26,790	39,406	45,283
投资性现金流	-1,716	-2,932	-2,059	-1,909	-2,257
融资性现金流	-13,105	-16,300	-19,883	-24,313	-29,020
现金增加额	9,609	22,511	4,848	13,184	14,007

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	73,969	83,272	92,576	102,611	112,939
营业成本	18,178	20,157	22,230	24,403	26,980
营业税金及附加	10,749	12,532	13,424	15,392	16,941
销售费用	6,844	7,796	8,332	9,543	10,165
管理费用	3,068	3,319	3,240	4,002	4,287
财务费用	-2,026	-2,473	-1,697	-2,647	-2,937
资产减值损失	-26	-4	-6	-8	-5
投资收益	93	58	107	105	108
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	37,174	42,004	46,888	51,997	57,604
其他非经营损益	-71	-91	-55	-55	-55
利润总额	37,104	41,913	46,833	51,942	57,549
所得税	9,134	10,392	11,535	12,819	14,215
净利润	27,970	31,521	35,298	39,123	43,334
少数股东损益	1,280	1,310	1,570	1,719	1,878
归母股东净利润	26,690	30,211	33,728	37,404	41,456

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	75.42%	75.79%	75.99%	76.22%	76.11%
销售净利率	36.08%	36.28%	36.43%	36.45%	36.71%
销售收入增长率	11.72%	12.58%	11.17%	10.84%	10.07%
EBIT 增长率	14.15%	12.54%	14.35%	9.22%	10.79%
净利润增长率	14.17%	13.19%	11.64%	10.90%	10.83%
ROE	23.41%	23.32%	23.58%	23.96%	24.59%
ROA	17.47%	18.26%	17.81%	18.06%	18.44%
ROIC	22.58%	22.41%	23.00%	22.82%	23.23%
EPS (X)	6.88	7.78	8.69	9.64	10.68
PE (X)	26.28	18.03	17.52	15.80	14.26
PB (X)	6.15	4.20	4.13	3.78	3.51
PS (X)	9.48	6.54	6.38	5.76	5.23
EV/EBITDA (X)	16.91	10.61	10.38	9.26	8.12

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。