

买入

2024年04月29日

分红率刷新纪录，经营业绩保持韧性

- **经营业绩稳步前行，分红率向上抬升：**公司 23FY 共计实现收入、归母净利润分别为 832.7/302.1 亿元，同比+12.6%/+13.2%，其中酒类/非酒类产品分别实现收入 764.5/68.3 亿元，同比+13.1%/+6.5%，酒类业务增长稳健。23FY 综合毛利率同比+0.37pct 至 75.8%，销售/管理/研发费用率分别同比+0.11/-0.16/+0.07pct，归母净利率同比+0.2pct 至 36.3%。公司拟派股息每 10 股 46.7 元，分红率大幅提升至 60.0%，分红比率及规模均刷新公司历史纪录。
- **五粮液系列酒并驾齐驱，渠道建设稳扎稳打：**分产品看，23FY 五粮液产品实现收入 628.0 亿元，同比+13.5%，其中量增+18.0%至 3.9 万吨，吨价同比-3.8%，毛利率提升+0.08pct 至 86.6%；系列酒产品实现收入 136.4 亿元，同比+11.6%，其中销量低基数下同比+27.6%至 12.0 万吨，吨价同比-12.6%，毛利率同比-0.52pct 至 60.2%。综合来看，全年酒类业务量/价分别同比+25.1%/-9.6%，毛利率维持 81.9%。分销售模式看，23FY 公司经销、直销模式分别实现收入 459.9/304.6 亿元，同比+13.6%/+12.5%，线下、线上分别实现收入 722.8/41.7 亿元，同比+14%/-2%。2023 年公司持续发力渠道发展建设，1) 传统终端渠道方面，截止 23 年末，五粮液/系列酒经销商分别为 2,570/814 家，同比+81/+159 家，全年新增核心终端 2.6 万家。2) 直营及新兴渠道方面，新增专卖店 32 个至 1,662 个，已覆盖全国 300 余座城市，线上加速抖音、快手、微信视频号三大电商平台布局。
- **24Q1 开门红顺利达成：**24Q1 公司实现收入、归母净利润分别为 348.3/140.5 亿元，同比+11.9%/+12.0%，开门红如期而至。截止 23Q1 末，公司合同负债 50.5 亿元，同比/环比分别-4.9/-18.2 亿元，销售商品收到现金 217.7 亿，同比-24%，收现比为 62.5%，同比-29.5pct。期内收现质量下降，主因弱宏观环境下，公司为支持经销商发展，主动降低现金回款比例，采用较多银行承兑汇票结算所致。24Q1 单季毛利率同比+0.03 至 78.4%，销售/管理/研发费用率分别同比+0.75/-0.47/+0.0pct，净利率同比+0.04pct 至 40.3%，盈利能力基本稳定。
- **目标价 190.00 元，买入评级：**2023 年宏观环境压力下，公司整体经营保持稳健，全年经营规划目标顺利完成。2024 年公司定调“营销执行年”，并制定“抓动销、稳价格、提费效、转作风”等策略，将正视当前市场痛点，以提升品牌价值为先，通过强化品质品牌、消费者培育、渠道利润等多项并举推动产品价格回归。2 月份公司核心大单品正式提价至 1,019 元，配合全年配额缩量计划实施，以及明确渠道利益分配奖惩机制等政策，内外部多项改革措施思路清晰。结合近期市场调研来看，当前渠道改善治理有序进行，预计后续市场问题有望逐渐得到解决，全年业绩有望维持双位数增长。综上，预计 2024-2026 年公司净利润有望分别实现 339.1/382.5/441.1 亿元，目标价 190.00 元，相当于 2024 年盈利预测 21.7 倍 PE，维持买入评级。
- **重要风险：**1) 食品安全；2) 消费恢复不达预期；3) 行业竞争加剧。

黎航荣

Wayne.li@firstshanghai.com.hk

852 2532 1539

主要数据

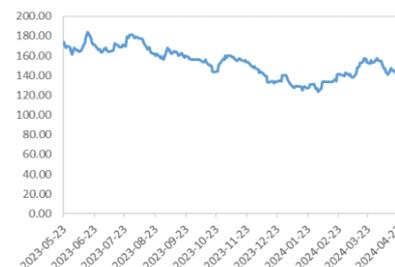
行业	白酒/食品饮料
股价	152.25 元
目标价	190.00 元 (+24.8%)
股票代码	000858
总股本	38.82 亿股
总市值	5,909.75 亿元
52 周高/低	188.57 元/122.56 元
每股净资产	37.00 元
主要股东	宜宾发展控股集团 (34.43%)

盈利摘要

日财政年度	2022历史	2023历史	2024预测	2025预测	2026预测
收入 (百万元)	73,969	83,272	92,020	102,308	115,660
变动 (%)	11.7%	12.6%	10.5%	11.2%	13.1%
净利润 (百万元)	26,690	30,211	33,910	38,249	44,106
变动 (%)	14.2%	13.2%	12.2%	12.8%	15.3%
每股收益 (元)	6.88	7.78	8.74	9.85	11.36
市盈率@152.25元(倍)	22.1	19.6	17.4	15.5	13.4
每股派息 (元)	3.8	4.7	5.2	5.9	6.8
股息现价比 (%)	2.5%	3.1%	3.4%	3.9%	4.5%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

# 附录 1：主要财务报表

## 损益表

财务年度截至12月31日(人民币:百万元)

	2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测
营业总收入	73,968.6	83,272.1	92,020.3	102,307.7	115,659.7
营业收入	73,968.6	83,272.1	92,020.3	102,307.7	115,659.7
毛利	55,790.2	63,114.9	70,015.9	78,143.0	89,054.0
营业总成本	37,049.0	41,653.3	45,397.0	49,714.9	55,004.8
营业成本	18,178.4	20,157.1	22,004.4	24,164.7	26,605.7
销售费用	6,844.2	7,796.3	8,493.0	9,333.4	10,411.1
管理费用	3,068.1	3,319.4	3,569.2	3,737.4	3,924.1
财务费用	(2,026.4)	(2,473.2)	(2,836.3)	(3,255.7)	(3,680.6)
营业利润	37,174.4	42,003.7	47,035.7	53,051.2	61,173.1
营业外收入	38.9	45.4	50.1	55.7	63.0
营业外支出	109.8	136.3	150.7	167.5	189.4
利润总额	37,103.5	41,912.7	46,935.1	52,939.4	61,046.8
所得税	9,133.7	10,391.9	11,554.0	13,032.0	15,027.8
净利润	27,969.8	31,520.8	35,381.1	39,907.4	46,019.0
归母净利润	26,690.0	30,210.6	33,910.5	38,248.6	44,106.1
增速(%)					
营业收入	12%	13%	11%	11%	13%
营业利润	14%	13%	12%	13%	15%
归母净利润	14%	13%	12%	13%	15%

## 资产负债表

财务年度截至12月31日(人民币:百万元)

	2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测
货币资金	92,358.4	115,456.3	131,245.4	151,583.9	177,652.3
应收票据及应收账款	155.6	42.6	109.5	121.8	137.7
预付款项	136.0	169.4	697.1	775.1	876.2
其他应收款合计	30.9	39.6	39.0	43.3	49.0
存货	15,980.7	17,387.8	18,437.0	20,498.2	23,173.4
固定资产	5,313.0	5,189.9	4,362.8	3,538.5	2,715.2
无形资产	518.5	2,056.9	3,483.6	4,798.8	6,002.4
商誉	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
资产总额	152,811.9	165,433.0	174,658.0	194,881.5	223,224.8
借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付票据及应付账款	8,134.8	9,596.6	9,678.2	10,628.3	11,702.0
其他应付款合计	4,631.4	5,385.8	5,467.6	6,004.4	6,610.9
负债合计	36,124.9	33,083.6	33,807.3	36,144.3	38,927.8
归属于母公司股东权益合计	114,027.9	129,558.2	138,059.6	155,946.0	181,505.8
少数股东权益	2,659.1	2,791.1	2,791.1	2,791.1	2,791.1
股东权益合计	116,687.0	132,349.4	140,850.8	158,737.2	184,297.0
负债和股东权益合计	152,811.9	165,433.0	174,658.0	194,881.5	223,224.8

数据来源：公司资料、第一上海预测

## 财务能力分析

财务年度截至12月31日(人民币:百万元)

	2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率	75%	76%	76%	76%	77%
净利率	38%	38%	38%	39%	40%
归母净利润率	36%	36%	37%	37%	38%
ROE	26%	25%	26%	27%	27%
ROA	19%	20%	21%	22%	22%
营运表现					
SG&A/收入	14%	14%	14%	13%	13%
实际税率	25%	25%	25%	25%	25%
派息率	55%	60%	60%	60%	60%
存货周转天数	74	73	73	73	73
应收票据及应收账款周转天数	59	0	0	0	0
应付票据及应付账款周转天数	145	161	161	161	161
财务状况					
资产负债率	24%	20%	19%	19%	17%
总资产/股本	131%	125%	124%	123%	121%

## 现金流量表

财务年度截至12月31日(人民币:百万元)

	2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测
净利润	27,969.8	31,520.8	35,381.1	39,907.4	46,019.0
固定资产折旧	440.9	441.3	440.3	439.3	438.2
无形资产摊销	64.0	73.9	221.4	333.0	444.6
财务费用	47.9	11.0	12.8	14.3	16.1
存货的减少	(1,964.3)	(1,405.6)	(1,049.2)	(2,061.2)	(2,675.2)
经营性应收项目的减少	(3,969.5)	14,309.8	(66.9)	(12.2)	(15.9)
经营性应付项目的增加	1,814.4	(3,502.3)	81.5	950.2	1,073.6
经营活动产生的现金流量净额	24,431.1	41,742.5	35,021.1	39,570.6	45,300.4
投资活动现金流入小计	69.7	25.4	25.4	25.4	25.4
投资活动现金流出小计	1,786.2	2,957.2	2,957.2	2,957.2	2,957.2
投资活动产生的现金流量净额	(1,716.5)	(2,931.8)	(2,931.8)	(2,931.8)	(2,931.8)
筹资活动现金流入小计	0.0	22.6	22.6	22.6	22.6
筹资活动现金流出小计	13,105.4	16,322.9	16,322.9	16,322.9	16,322.9
筹资活动产生的现金流量净额	(13,105.4)	(16,300.2)	(16,300.2)	(16,300.2)	(16,300.2)
现金及现金等价物净增加额	9,609.4	22,511.0	15,789.1	20,338.6	26,068.4
期初现金及现金等价物余额	80,975.3	90,584.6	113,095.7	128,884.8	149,223.3
期末现金及现金等价物余额	90,584.6	113,095.7	128,884.8	149,223.3	175,291.7

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话：(852) 2522-2101  
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。