

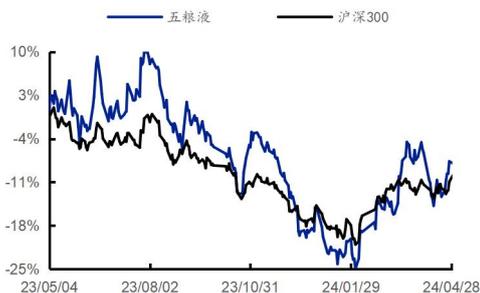
研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

营销改革措施逐步落地，稳步前行

——五粮液(000858) 2023 年报及 2024 年一季度

报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/29

表现	1M	3M	12M
五粮液	-1.1%	15.2%	-8.1%
沪深 300	2.4%	9.7%	-10.1%

市场数据

2024/04/29

当前价格(元)	151.75
52 周价格区间(元)	122.56-188.57
总市值(百万)	589,034.01
流通市值(百万)	589,021.56
总股本(万股)	388,160.80
流通股本(万股)	388,152.59
日均成交额(百万)	4,217.46
近一月换手(%)	0.42

相关报告

《五粮液(000858) 公司动态研究：甲辰龙年开门红，营销改革起成效(买入)*白酒II*刘浩铭，秦一方》——2024-03-20

《五粮液(000858) 2023 年三季度报点评：业绩增长提速，终端动销好转(买入)*白酒II*薛玉虎，刘浩铭》——2023-10-31

事件：

2024 年 4 月 28 日，五粮液发布 2023 年年报及 2024 年一季度报。2023 年公司实现营业收入 832.72 亿元，同比+12.58%；实现归母净利润 302.11 亿元，同比+13.19%。2024 年一季度实现营业收入 348.33 亿元，同比+11.86%；实现归母净利润 140.45 亿元，同比+11.98%。2023 年公司 EPS 为 7.78 元/股，拟每 10 股派 46.70 元(含税)。

投资要点：

- **保持双位数增长，稳健前行。**2023Q4 和 2024Q1，公司收入同比分别增长 14.00%和 11.86%。自 2016 年以来，公司年度收入增速已经连续 8 年保持双位数以上增长，营业收入从 2015 年的 216.59 亿元上升到 2023 年的 832.72 亿元，CAGR 达到 18.3%。规模提升带来利润端的更快速增长，公司归母净利润从 2015 年的 61.76 亿元上升到 2023 年的 302.11 亿元，CAGR 达到 22.0%。在营收基数不断提高的情况下，公司始终保持稳健高增，体现了公司品牌价值的不断提升。2024 年，公司经营目标继续保持收入双位数增长，营销改革效果彰显。
- **核心产品拉动收入增长，优势区域增长更为强劲。**1)分产品看，2023 年，公司五粮液产品收入达到 628.04 亿元，同比+13.50%，销量达到 3.87 万吨，同比+17.98%。其他酒产品收入达到 136.43 亿元，同比+11.58%，销量达到 12.04 万吨，同比增长 27.60%。2023 年，公司紧扣“1+3”产品矩阵，上新紫气东来五粮液，继续强化经典五粮液市场培育工作，围绕和美文化，开展一系列品牌营销活动。渠道端，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，覆盖全国 300 余座城市。2)分渠道看，经销和直销模式齐头并进，经销模式收入 459.85 亿元，同比+13.56%，直销模式收入 304.62 亿元，同比+12.53%。3)分区域市场看，东部/西部两大核心市场收入分别达到 223.89/262.15 亿元，分别同比+17.92%/+21.71%，中部市场紧随其后，收入达到 129.58 亿元，同比+16.3%。相对占比较低的南部/北部市场收入分别为 68.10/80.74 亿元，同比分别-8.97%/-4.04%。

- **净利率稳中有升，经营性现金流受票据贴现周期影响波动较大。**公司 2023 年净利率同比+0.04pct 至 37.85%，主要来自于毛利率的小幅提升。经营性净现金流方面，2023 年全年同比+70.86%，2024Q1 同比-94.59%，主要受银行承兑汇票到期时间波动影响。公司根据市场变化，多措并举支持经销商发展，收取的承兑汇票较多，我们预计销售收现主要体现在下半年。2024 年春节时点较晚，预计也对现金流确认时点产生一定影响。2024Q1 公司货币资金达到 1158.26 亿元，账面现金流充沛。根据分红预案，2022-2023 年，公司现金分红占当期利润比例由 55%提升到 60%，2023 年分红比率和分红规模均创上市以来新高，体现出公司对于股东的回报。
- **盈利预测和投资评级：**我们认为 2024 年以来公司营销改革明显提速，在品牌、产品、渠道、组织等各方面都出现了积极的变化，核心产品普五批价企稳回升，并且公司业绩一直保持稳健增长，现金分红比率提升趋势良好。我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 922.00/1018.72/1123.65 亿元，归母净利润分别为 337.37/373.47/413.71 亿元，EPS 分别为 8.69/9.62/10.66 元，对应 PE 分别为 17/16/14 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 消费复苏节奏受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	83272	92200	101872	112365
增长率(%)	13	11	10	10
归母净利润（百万元）	30211	33737	37347	41371
增长率(%)	13	12	11	11
摊薄每股收益（元）	7.78	8.69	9.62	10.66
ROE(%)	23	24	24	24
P/E	18.03	17.46	15.77	14.24
P/B	4.20	4.11	3.72	3.37
P/S	6.54	6.39	5.78	5.24
EV/EBITDA	10.61	10.15	8.96	7.80

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：五粮液盈利预测表

证券代码：	000858				股价：	151.75	投资评级：	买入	日期：	2024/04/29
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	23%	24%	24%	24%	EPS	7.78	8.69	9.62	10.66	
毛利率	76%	76%	76%	77%	BVPS	33.38	36.89	40.75	45.02	
期间费率	10%	11%	11%	11%	估值					
销售净利率	36%	37%	37%	37%	P/E	18.03	17.46	15.77	14.24	
成长能力					P/B	4.20	4.11	3.72	3.37	
收入增长率	13%	11%	10%	10%	P/S	6.54	6.39	5.78	5.24	
利润增长率	13%	12%	11%	11%						
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.52	0.52	0.52	0.51	营业收入	83272	92200	101872	112365	
应收账款周转率	2126.07	1921.16	1879.82	1926.27	营业成本	20157	22015	23997	26209	
存货周转率	1.21	1.21	1.20	1.20	营业税金及附加	12532	13185	14861	16370	
偿债能力					销售费用	7796	8669	9540	10536	
资产负债率	20%	21%	21%	20%	管理费用	3319	3786	4149	4573	
流动比	4.50	4.20	4.30	4.36	财务费用	-2473	-2304	-2524	-2751	
速动比	3.97	3.71	3.81	3.86	其他费用/（-收入）	322	317	361	400	
					营业利润	42004	46931	51931	57520	
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-91	-90	-81	-89	
现金及现金等价物	115456	126446	137793	153457	利润总额	41913	46841	51850	57431	
应收款项	43	53	55	62	所得税费用	10392	11561	12811	14194	
存货净额	17388	19098	20824	22719	净利润	31521	35279	39039	43237	
其他流动资产	14296	20421	23780	24621	少数股东损益	1310	1543	1692	1867	
流动资产合计	147182	166018	182452	200858	归属于母公司净利润	30211	33737	37347	41371	
固定资产	5190	5348	5740	6240						
在建工程	5623	7067	8798	10876	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	5417	7151	8132	9204	经营活动现金流	41742	35072	37929	45379	
长期股权投资	2020	2073	2123	2171	净利润	30211	33737	37347	41371	
资产总计	165433	187656	207245	229349	少数股东损益	1310	1543	1692	1867	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	982	1061	1099	1231	
应付款项	9597	9936	11013	12036	公允价值变动	0	0	0	0	
合同负债	6864	11974	12256	13167	营运资金变动	9402	-1306	-2201	915	
其他流动负债	16222	17625	19152	20874	投资活动现金流	-2932	-4265	-4242	-4919	
流动负债合计	32683	39535	42421	46078	资本支出	-2955	-4285	-4282	-4968	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	-52	-50	-48	
其他长期负债	400	613	613	613	其他	24	72	90	97	
长期负债合计	400	613	613	613	筹资活动现金流	-16300	-19818	-22339	-24796	
负债合计	33084	40148	43033	46691	债务融资	0	312	0	0	
股本	3882	3882	3882	3882	权益融资	23	0	0	0	
股东权益	132349	147508	164212	182658	其它	-16323	-20130	-22339	-24796	
负债和股东权益总计	165433	187656	207245	229349	现金净增加额	22511	10989	11348	15664	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。