



买入（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：150.43

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

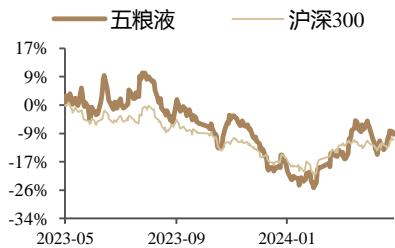
沈嘉雯

资格编号：S0120524040003

邮箱：shenjw3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.01	7.81	17.79
相对涨幅(%)	-3.90	3.34	6.72

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《五粮液(000858.SZ)提价点评-八代五粮液提高出厂价，五粮液品牌价值有望提升》，2024.2.1
- 《五粮液(000858)2023 三季度报点评：收入业绩超预期，顺周期建议加强关注》，2023.10.31
- 《五粮液(000858)2023 中报点评：Q2 增速放缓，经营业绩匹配真实需求》，2023.8.28

五粮液(000858) 2023 年报及 2024 一季报 点评：经营稳健，Q1 为全年双位数目标奠基

投资要点

- 全年收入业绩符合预期，Q1 双位数以上增长。**2023 年，公司实现营业总收入/归母净利润 832.72/302.11 亿元，同比+12.58%/+13.19%，收入业绩符合预期。24Q1，公司实现营业总收入/归母净利润 348.33/140.45 亿元，同比+11.86%/+11.98%，一季度收入业绩仍实现了双位数以上增长。Q1 末合同负债 50.47 亿元，同比-8.82%，预收款同比 23Q1 末小幅减少。
- 五粮液产品增速略快，扫码红包力度大，预计为拖累吨价的主要原因。**2023 年，公司五粮液/其他酒产品分别实现营收 628.04/136.43 亿元，同比分别+13.50%/+11.58%，五粮液产品表现优于五粮浓香产品。结合销量&吨价来看，2023 年公司五粮液/其他酒产品销量分别为 3.87/12.04 万吨，同比分别+17.98%/+27.60%，经计算全年五粮液/其他酒产品吨价同比分别-3.80%/-12.56%，五粮液产品、系列酒产品吨价均有一定程度下滑，预计为低度五粮液、1618 以及五粮春等五粮浓香酒几乎贯穿全年的扫码红包、开瓶扫码送好礼的活动导致。
- 优势市场增速领先，专卖店体系逐步壮大。**2023 年，公司东部/南部/西部/北部/中部销售分别实现收入 223.89/68.10/262.15/80.74/129.58 亿元，同比+17.92%/-8.97%/+21.71%/-4.04%/+16.30%，优势区域表现更好，区域市场之间也逐渐体现出马太效应。2023 年，公司经销/直销渠道分别实现收入 459.85/304.62 亿元，同比+13.56%/+12.53%。2023 年末共有五粮液/五粮浓香经销商 2570/814 家，分别同比+81/+159 家，专卖店 1662 家，较 22 年底增加 32 家，专卖店体系逐步壮大。
- 盈利能力与费用率均保持稳定。**2023 年，公司毛利率/净利率分别为 75.79%/37.85%，分别同比+0.37pct/+0.04pct，毛净利率均小幅提升。24Q1，公司毛利率/净利率分别为 78.43%/42.02%，分别同比+0.03pct/-0.07pct，盈利能力整体仍保持稳定。费用率方面，2023 年公司销售/管理费用率分别同比+0.11pct/-0.16pct，24Q1 公司销售/管理费用率分别同比+0.75pct/-0.47pct，费用率整体保持稳定。
- 投资建议：**2023 年，公司围绕“1+3”产品矩阵，上新紫气东来五粮液，完成万寿坛、熊猫造型酒等 18 款文化酒产品的开发和销售工作，在文化酒建设方面进一步深化。渠道建设方面，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，目前专卖店数量超过 1600 家，覆盖全国 300 余座城市。2024 年，公司将进一步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，我们预计 2024-2026 年实现营收 916.49/1009.60/1125.28 亿元，实现归母净利润 340.25/374.71/428.65 亿元，当前股价对应 PE 为 17.2x/15.6x/13.6x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**消费税改革，经济恢复不及预期

股票数据

总股本(百万股):	3,881.61
流通 A 股(百万股):	3,881.53
52 周内股价区间(元):	123.82-181.18
总市值(百万元):	583,910.29
总资产(百万元):	180,610.18
每股净资产(元):	37.00

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	91,649	100,960	112,528
(+/-)YOY(%)	11.7%	12.6%	10.1%	10.2%	11.5%
净利润(百万元)	26,690	30,211	34,025	37,471	42,865
(+/-)YOY(%)	14.2%	13.2%	12.6%	10.1%	14.4%
全面摊薄 EPS(元)	6.88	7.78	8.77	9.65	11.04
毛利率(%)	75.4%	75.8%	76.9%	77.1%	77.3%
净资产收益率(%)	23.4%	23.3%	20.8%	18.6%	17.6%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	7.78	8.77	9.65	11.04
每股净资产	33.38	42.14	51.80	62.84
每股经营现金流	10.75	-1.62	20.73	-1.36
每股股利	4.67	5.37	6.18	7.10
价值评估(倍)				
P/E	18.03	17.16	15.58	13.62
P/B	4.20	3.57	2.90	2.39
P/S	7.01	6.37	5.78	5.19
EV/EBITDA	10.61	10.43	7.85	7.10
股息率%	3.3%	3.6%	4.1%	4.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	75.8%	76.9%	77.1%	77.3%
净利润率	37.9%	38.9%	38.8%	39.8%
净资产收益率	23.3%	20.8%	18.6%	17.6%
资产回报率	18.3%	16.7%	15.0%	14.6%
投资回报率	22.4%	20.4%	18.3%	16.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.6%	10.1%	10.2%	11.5%
EBIT 增长率	12.5%	15.1%	10.8%	12.4%
净利润增长率	13.2%	12.6%	10.1%	14.4%
偿债能力指标				
资产负债率	20.0%	17.6%	17.1%	14.2%
流动比率	4.5	5.2	5.4	6.6
速动比率	4.0	4.7	4.9	6.1
现金比率	3.5	3.0	4.4	4.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	298.0	298.5	297.8	298.1
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	16.0	18.4	21.1	24.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	30,211	34,025	37,471	42,865
少数股东损益	1,310	1,584	1,722	1,941
非现金支出	981	263	146	84
非经营收益	-161	-105	-106	-109
营运资金变动	9,402	-42,056	41,221	-50,071
经营活动现金流	41,742	-6,289	80,454	-5,290
资产	-2,955	-1,319	-550	-1,090
投资	0	-57	-55	-49
其他	24	104	104	107
投资活动现金流	-2,932	-1,272	-502	-1,032
债权募资	0	0	0	0
股权募资	23	0	0	0
其他	-16,323	0	0	0
融资活动现金流	-16,300	0	0	0
现金净流量	22,511	-7,560	79,952	-6,322

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	83,272	91,649	100,960	112,528
营业成本	20,157	21,215	23,168	25,507
毛利率%	75.8%	76.9%	77.1%	77.3%
营业税金及附加	12,532	13,289	14,835	16,595
营业税金率%	15.0%	14.5%	14.7%	14.7%
营业费用	7,796	8,340	9,086	10,015
营业费用率%	9.4%	9.1%	9.0%	8.9%
管理费用	3,319	3,391	3,534	3,826
管理费用率%	4.0%	3.7%	3.5%	3.4%
研发费用	322	297	347	395
研发费用率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
EBIT	39,472	45,415	50,319	56,582
财务费用	-2,473	-1,732	-1,618	-2,818
财务费用率%	-3.0%	-1.9%	-1.6%	-2.5%
资产减值损失	-4	-6	-8	-5
投资收益	58	104	104	107
营业利润	42,004	47,246	52,036	59,504
营业外收支	-91	0	0	0
利润总额	41,913	47,246	52,036	59,504
EBITDA	40,454	45,672	50,457	56,661
所得税	10,392	11,636	12,843	14,698
有效所得税率%	24.8%	24.6%	24.7%	24.7%
少数股东损益	1,310	1,584	1,722	1,941
归属母公司所有者净利润	30,211	34,025	37,471	42,865

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	115,456	107,896	187,848	181,526
应收账款及应收票据	43	29,600	3,044	33,335
存货	17,388	17,793	20,540	21,702
其它流动资产	14,296	29,096	18,683	36,325
流动资产合计	147,182	184,385	230,115	272,888
长期股权投资	2,020	2,077	2,132	2,181
固定资产	5,190	4,980	4,782	4,607
在建工程	5,623	6,307	6,408	6,800
无形资产	2,057	2,598	3,278	4,198
非流动资产合计	18,251	19,364	19,827	20,884
资产总计	165,433	203,749	249,942	293,772
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9,597	5,517	11,265	8,136
预收账款	18	18	21	23
其它流动负债	23,069	29,855	31,103	33,254
流动负债合计	32,683	35,390	42,389	41,413
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	400	400	400	400
非流动负债合计	400	400	400	400
负债总计	33,084	35,790	42,790	41,814
实收资本	3,882	3,882	3,882	3,882
普通股股东权益	129,558	163,584	201,055	243,920
少数股东权益	2,791	4,375	6,097	8,038
负债和所有者权益合计	165,433	203,749	249,942	293,772

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。