

五粮液 (000858.SZ)

业绩稳健，核心矛盾明显改善

2024年05月03日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

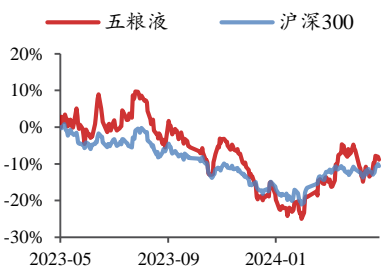
证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2024/4/30
当前股价(元)	150.43
一年最高最低(元)	188.57/122.56
总市值(亿元)	5,839.10
流通市值(亿元)	5,838.98
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	38.82
近3个月换手率(%)	27.06

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《营收环比大幅改善，终端动销质量良好——公司信息更新报告》-2023.11.16
- 《实际动销情况良好，渠道利润矛盾拖累报表表现——公司信息更新报告》-2023.8.29
- 《开局良好，彰显实力——公司信息更新报告》-2023.5.4

● 经营业绩韧性较好，分红率提升，维持“买入”评级

2023年收入832.7亿元，同比+12.6%，净利润302.1亿元，同比+13.2%。2024Q1收入348.3亿元，同比+11.9%，净利润140.5亿元，同比+12.0%。收入利润符合预期。考虑到2024年主产品提价效应显现，我们上调2024-2025年盈利预测，并新增2026年盈利预测，预计2024-2026年净利润分别为344.6(+8.1)、393.1(+12.3)亿元、441.8亿元，同比分别+14.1%、+14.1%、+12.4%，EPS分别为8.88(+0.21)、10.13(+0.32)、11.38元，当前股价对应PE分别为17.2、15.1、13.4倍，公司2023年分红率为60%，较2022年55%有所提升，当前股价对应股息率为3%，2024年营业总收入有望保持两位数稳健增长，维持“买入”评级。

● 量增明显，吨价下降

2023年五粮液产品收入628.0亿元，同比+13.5%；其他酒实现营业收入136.4亿元，同比+11.6%。拆分量价来看，2023年五粮液销量为3.87万吨，同比+18.0%，吨价162.46万元/吨，同比下降3.8%，主要原因预计是1618、低度等产品增速更高。系列酒销量和吨价分别为12.04万吨和11.33万元/吨，同比+27.6%/-12.6%，系列酒销量大增，公司加大了在大众价格带产品的市场投入和经销商布局。

● 不同区域分化较大，优势区域带动大盘

2023年东部区域收入223.9亿元，同比+17.9%；西部地区收入262.2亿元，同比+21.7%；中部区域129.6亿元，同比+16.3%。南部地区68.1亿元，同比-9.0%；北部区域收入80.7亿元，同比-4.0%。

● 降本增效下，盈利能力保持稳定

2024Q1末合同负债50.5亿元，环比2023Q4末-18.2亿元。2024Q1销售收现为217.7亿元，同比-24.0%，主要是因为公司根据市场变化，多措并举支持经销商发展，收取的银行承兑汇票较多，及银行承兑汇票到期收现额度较低综合影响。2023年毛利率同比+0.37pct至75.79%，主要是公司加强成本管理，提高生产效率，净利率同比+0.04pct至37.85%。2024Q1毛利率同比+0.04pct至78.43%，净利率同比-0.07pct至42.02%。公司2024年开始主导八代提价，后续吨价预计有改善，净利率保持稳中有升态势。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	92,626	104,185	114,765
YOY(%)	11.7	12.6	11.2	12.5	10.2
归母净利润(百万元)	26,690	30,211	34,459	39,310	44,175
YOY(%)	14.2	13.2	14.1	14.1	12.4
毛利率(%)	75.4	75.8	76.9	77.2	77.8
净利率(%)	37.8	37.9	38.9	39.5	40.3
ROE(%)	24.0	23.8	21.4	20.5	19.4
EPS(摊薄/元)	6.88	7.78	8.88	10.13	11.38
P/E(倍)	22.2	19.7	17.2	15.1	13.4
P/B(倍)	5.2	4.6	3.6	3.1	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	137566	147182	181746	216337	251215
现金	92358	115456	149196	180602	215793
应收票据及应收账款	156	43	178	70	203
其他应收款	31	40	39	49	48
预付账款	136	169	170	212	209
存货	15981	17388	18077	21317	20876
其他流动资产	28904	14086	14086	14086	14086
非流动资产	15246	18251	19276	20466	21510
长期投资	1986	2020	2140	2257	2370
固定资产	5315	5190	6794	8241	9326
无形资产	519	2057	2250	2486	2771
其他非流动资产	7427	8984	8093	7482	7044
资产总计	152812	165433	201023	236802	272726
流动负债	35759	32683	32196	35940	34527
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8135	9597	9249	11684	10736
其他流动负债	27624	23087	22948	24255	23791
非流动负债	366	400	400	400	400
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	366	400	400	400	400
负债合计	36125	33084	32597	36340	34927
少数股东权益	2659	2791	4408	6242	8283
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	107464	122994	145056	171384	202596
归属母公司股东权益	114028	129558	164018	194220	229515
负债和股东权益	152812	165433	201023	236802	272726

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	24431	41742	32288	38520	41130
净利润	27970	31521	36076	41144	46216
折旧摊销	577	590	638	806	892
财务费用	-2026	-2473	-3044	-3905	-4798
投资损失	-93	-58	-85	-83	-80
营运资金变动	-4119	9402	-1295	561	-1099
其他经营现金流	2123	2760	-1	-1	-2
投资活动现金流	-1716	-2932	-1578	-1912	-1857
资本支出	1781	2957	1544	1878	1823
长期投资	-6	0	-119	-117	-114
其他投资现金流	70	25	85	83	80
筹资活动现金流	-13105	-16300	3029	-5202	-4082
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-13105	-16300	3029	-5202	-4082
现金净增加额	9609	22511	33740	31406	35191

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	73969	83272	92626	104185	114765
营业成本	18178	20157	21423	23797	25488
营业税金及附加	10749	12532	13894	15628	17215
营业费用	6844	7796	8800	9898	10903
管理费用	3068	3319	3520	3959	4361
研发费用	236	322	232	260	287
财务费用	-2026	-2473	-3044	-3905	-4798
资产减值损失	-26	-4	0	0	0
其他收益	187	331	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	93	58	85	83	80
资产处置收益	3	1	0	0	0
营业利润	37174	42004	47885	54630	61388
营业外收入	39	45	50	50	50
营业外支出	110	136	100	100	100
利润总额	37104	41913	47835	54580	61338
所得税	9134	10392	11759	13436	15122
净利润	27970	31521	36076	41144	46216
少数股东损益	1280	1310	1617	1834	2042
归属母公司净利润	26690	30211	34459	39310	44175
EBITDA	34910	39039	44503	50439	56284
EPS(元)	6.88	7.78	8.88	10.13	11.38

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	11.7	12.6	11.2	12.5	10.2
营业利润(%)	14.2	13.0	14.0	14.1	12.4
归属于母公司净利润(%)	14.2	13.2	14.1	14.1	12.4
获利能力					
毛利率(%)	75.4	75.8	76.9	77.2	77.8
净利率(%)	37.8	37.9	38.9	39.5	40.3
ROE(%)	24.0	23.8	21.4	20.5	19.4
ROIC(%)	133.8	250.9	273.2	346.8	387.2
偿债能力					
资产负债率(%)	23.6	20.0	16.2	15.3	12.8
净负债比率(%)	-78.6	-87.0	-88.4	-90.0	-90.6
流动比率	3.8	4.5	5.6	6.0	7.3
速动比率	3.4	4.0	5.1	5.4	6.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1481.1	2126.1	2126.1	2126.1	2126.1
应付账款周转率	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.88	7.78	8.88	10.13	11.38
每股经营现金流(最新摊薄)	6.29	10.75	8.32	9.92	10.60
每股净资产(最新摊薄)	29.38	33.38	42.26	50.04	59.13
估值比率					
P/E	22.2	19.7	17.2	15.1	13.4
P/B	5.2	4.6	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	14.5	12.3	10.1	8.3	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn