

五粮液（000858.SZ）

一季度收入增长 12%，成本端持续精益优化

买入

核心观点

2023 年收入双位数增长，成本端持续优化下行。2023 年，需求分化复苏下，五粮液强抓宴席场景复苏机遇，通过加大 1618 和低度五粮液消费者培育力度，全年实现双位数以上增长。2023 年主品牌收入同比+13.5%（销量同比+18.0%，吨价同比-3.8%），预计系 1618、低度五粮液贡献较大增量，阶段性拉低整体产品结构。2023 年系列酒收入同比+11.6%（销量同比+28%，吨价同比-13%），预计五粮春等增投宴席费用去化库存，2023 年调整或接近尾声。从毛利率看，2023 年整体毛利率同比+0.4pct，预计系酒类营收占比提升及成本端出现大幅度优化。细拆发现，2023 年酒类吨成本下滑 9.7pcts，原材料吨成本下滑 10%，人员工资吨成本下滑 15%，预计后续成本端或有持续优化空间。税金及附加率同比+0.5pct，预计系酒类收入占比提升及生产错期所致。费用端基本持平，销售费用率同比+0.1pct，管理费用率同比-0.2pct。利润端看，净利率同比+0.2pct，主要系成本端精益优化所致。

2024Q1 经营稳健开局，全年继续锚定双位数。2024Q1 收入增长 11.9%，预计 1618 和低度增速显著，普五春节旺季实现对竞品份额抢夺。毛利率看，2024Q1 整体毛利率基本持平，预计成本端优化贡献。费用端看，2024Q1 销售费用率同比+0.8pct，公司增投宴席和 C 端费用所致；管理费用率同比-0.5pct，内部管理精细化和规模效应贡献。利润端看，2024Q1 净利率同比-0.1pct，符合旺季“量在价前、动销去库存”的阶段特征，无需过度担忧。

经营现金流波动系回款方式扰动，2023 年分红率提升至 60%。2024Q1 末合同负债余额 50.5 亿元，同比下滑 8.8%，预计系缓解经销商现金压力，适当提高票据回款比例。2024Q1 收现同比-24%，经营性现金流净额同比-95%，预计系承兑汇票占比提升。2023 年公司分红比率提升至 60%，提升幅度 5pcts。

产品多元化、渠道扁平化持续推进，静待改革红利释放。2023 年，传统渠道新增核心终端 2.6 万家，专卖店数量超 1600 家，新兴渠道加速破圈。2024 年公司在渠道扁平化、多元化方面持续推进，缓解传统渠道放量压力。2023 年，公司上新紫气东来、完成 18 个文化酒的开发及销售，预计 2024 年会继续探索非标酒体系化运作，分担普五主品增长压力。

风险提示：需求复苏不及预期；改革不及预期；竞争加剧等。

投资建议：维持此前盈利预测并引入 2026 年，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 926.65/1019.41/1116.25 亿元，同比+11.3%/10.0%/9.5%；实现归母净利润 338.21/376.09/415.10 亿元，同比+12.0%/11.2%/10.4%；对应 PE 分别为 17.5/15.7/14.2X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	92,665	101,941	111,625
(+/-%)	11.7%	12.6%	11.3%	10.0%	9.5%
净利润(百万元)	26691	30211	33821	37609	41510
(+/-%)	14.2%	13.2%	12.0%	11.2%	10.4%
每股收益(元)	6.88	7.78	8.71	9.69	10.69
EBIT Margin	47.2%	47.0%	47.2%	47.6%	48.0%
净资产收益率(ROE)	23.4%	23.3%	23.6%	24.1%	24.6%
市盈率(PE)	22.1	19.6	17.473	15.7	14.2
EV/EBITDA	17.7	15.7	14.2	12.9	11.7
市净率(PB)	5.18	4.56	4.13	3.78	3.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：李文华

021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523070002

联系人：张未艾

021-61761031

zhangwei@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	150.43 元
总市值/流通市值	583910/583898 百万元
52 周最高价/最低价	188.57/122.56 元
近 3 个月日均成交额	2757.49 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《五粮液（000858.SZ）-提价初显成效，建议重点配置》——2024-03-21

《五粮液（000858.SZ）-2023 年实现稳健增长，龙年生肖酒供需两旺》——2024-01-30

《五粮液（000858.SZ）-经销商大会提振信心，全力推动渠道利润提升》——2024-01-02

《五粮液（000858.SZ）-大股东历史首次增持，底部配置价值凸显》——2023-12-15

《五粮液（000858.SZ）-单三季度收入增长 17%，周期底部提振市场信心》——2023-10-29

事件：公司公告，2023 年公司实现营收 832.7 亿元，同比+12.6%；实现归母净利润 302.1 亿元，同比+13.2%。2024Q1 实现营收 348.3 亿元，同比+11.9%；实现归母净利润 140.5 亿元，同比+12.0%。

2023 年收入双位数增长，成本端持续优化下行。2023 年，需求分化复苏下，五粮液强抓宴席场景复苏机遇，通过加大 1618 和低度五粮液消费者培育力度，全年实现双位数以上增长。2023 年主品牌收入同比+13.5%（销量同比+18.0%，吨价同比-3.8%），预计系 1618、低度五粮液贡献较大量增，阶段性拉低整体产品结构。2023 年系列酒收入同比+11.6%（销量同比+28%，吨价同比-13%），预计五粮春等增投宴席费用去化库存，2023 年调整或接近尾声。从毛利率看，2023 年整体毛利率同比+0.4pct，预计系酒类营收占比提升（酒类业务/主品牌毛利率持平）及成本端出现大幅度优化。细拆发现，2023 年酒类吨成本下滑 9.7pcts，原材料吨成本下滑 10%，人员工资吨成本下滑 15%，预计后续成本端或有持续优化空间。税金及附加率同比+0.5pct，预计系酒类收入占比提升及生产错期所致。费用端基本持平，销售费用率同比+0.1pct，管理费用率同比-0.2pct。利润端看，净利率同比+0.2pct，主要系成本端精益优化所致。

2024Q1 经营稳健开局，全年继续锚定双位数。2024Q1 收入增长 11.9%，预计 1618 和低度五粮液增速显著，普五春节旺季凭借品牌实现对竞品份额抢夺。毛利率看，2024Q1 整体毛利率基本持平，预计成本端优化贡献。费用端看，2024Q1 销售费用率同比+0.8pct，公司持续增投宴席和 C 端扫码费用所致；管理费用率同比-0.5pct，预计在“营销执行年”基调下，内部管理精细化和规模效应贡献。利润端看，2024Q1 净利率同比-0.1pct，符合旺季“量在价前、动销去库存”的阶段性特征，无需过度担忧。全年维度看，公司继续制定收入双位数增长的高质量目标。

经营现金流波动系回款方式扰动，2023 年分红率提升至 60%。2024Q1 末合同负债余额 50.5 亿元，同比下滑 8.8%，预计系缓解经销商现金压力，适当提高票据回款比例。2024Q1 收现同比-24%，经营性现金流净额同比-95%，预计系承兑汇票占比提升（应收账款融资余额环比增加约 140 亿）。2023 年公司分红比率提升至 60%，相较于上年提升幅度 5pcts。

产品多元化、渠道扁平化持续推进，静待改革红利释放。2023 年，传统渠道新增核心终端 2.6 万家，专卖店数量超 1600 家，新兴渠道加速破圈。2024 年公司在渠道扁平化、多元化方面持续推进，缓解传统渠道放量压力。2023 年，公司上新紫气东来、完成 18 个文化酒的开发及销售，预计 2024 年会继续探索非标酒体系化运作，分担普五主品增长压力。2024 年，在“营销执行年”主基调下，公司进行销售体系人员调整、普五坚定减量、狠抓市场秩序等，预计全年维度有望实现量价平衡。

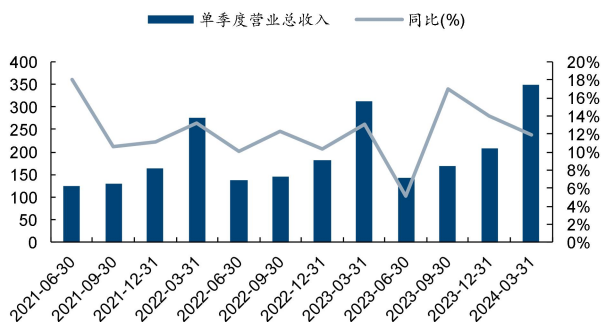
投资建议：维持此前盈利预测并引入 2026 年，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 926.65/1019.41/1116.25 亿元，同比+11.3%/10.0%/9.5%；实现归母净利润 338.21/376.09/415.10 亿元，同比+12.0%/11.2%/10.4%；对应 PE 分别为 17.5/15.7/14.2X，维持“买入”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 04 月 28 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2023E	EPS 2024E	2025E	2023E	PE 2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,709.43	21,473.8	59.5	69.6	80.8	28.7	24.6	21.2
000858.SZ	五粮液	买入	152.25	5,909.7	7.8	8.7	9.7	19.6	17.5	15.7
000568.SZ	泸州老窖	买入	186.42	2,744.1	8.9	10.9	13.1	20.9	17.1	14.2

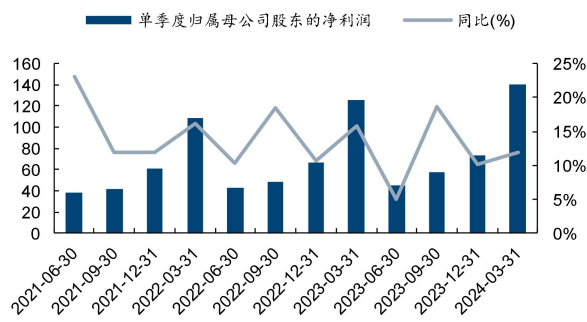
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

图1：五粮液单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



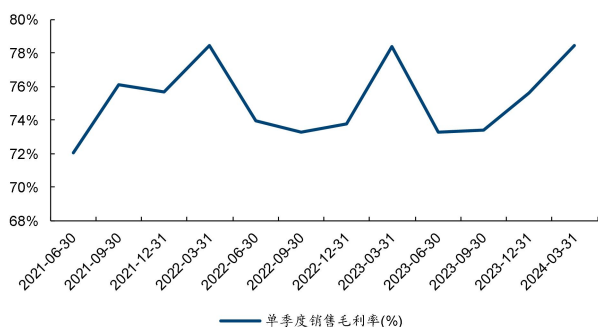
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：五粮液单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



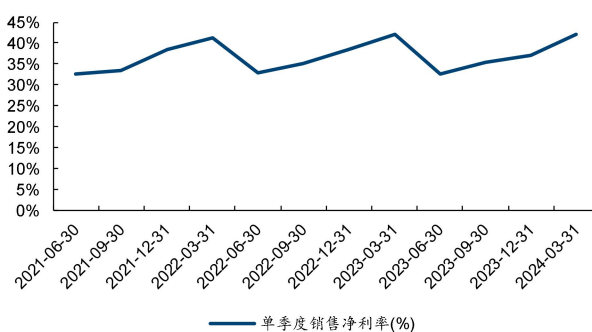
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：五粮液单季度销售毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：五粮液单季度销售净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	92358	115456	141486	156884	171469	营业收入	73969	83272	92665	101941	111625
应收款项	187	82	254	279	306	营业成本	18178	20157	22616	24676	26686
存货净额	15981	17388	19383	21119	22942	营业税金及附加	10749	12532	13466	14814	16221
其他流动资产	29040	14256	9267	10194	11163	销售费用	6844	7796	8711	9481	10270
流动资产合计	137566	147182	170390	188477	205880	管理费用	3068	3319	3844	4160	4547
固定资产	9086	10813	11118	11185	11158	研发费用	236	322	278	306	335
无形资产及其他	519	2057	1975	1892	1810	财务费用	(2026)	(2473)	(3211)	(3729)	(4104)
投资性房地产	3558	3360	3360	3360	3360	投资收益	93	58	83	78	73
长期股权投资	1986	2020	2020	2020	2020	资产减值及公允价值变动	26	4	13	14	10
资产总计	152715	165433	188863	206934	224229	其他收入	(100)	1	(278)	(306)	(335)
短期借款及交易性金融负债	376	15	15	15	15	营业利润	37174	42004	47056	52326	57754
应付款项	8135	9597	9758	11036	11999	营业外净收支	(71)	(91)	0	0	0
其他流动负债	27249	23072	32115	34970	37993	利润总额	37104	41913	47056	52326	57754
流动负债合计	35759	32683	41887	46021	50007	所得税费用	9133	10392	11764	13081	14438
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1280	1310	1471	1636	1805
其他长期负债	271	400	400	400	400	归属于母公司净利润	26691	30211	33821	37609	41510
长期负债合计	271	400	400	400	400	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	36031	33084	42288	46421	50407	净利润	26691	30211	33821	37609	41510
少数股东权益	2659	2791	3488	4263	5119	资产减值准备	15	(22)	(1)	(0)	(0)
股东权益	114025	129558	143087	156250	168703	折旧摊销	505	515	790	1030	1119
负债和股东权益总计	152715	165433	188863	206934	224229	公允价值变动损失	(26)	(4)	(13)	(14)	(10)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	(2026)	(2473)	(3211)	(3729)	(4104)
每股收益	6.88	7.78	8.71	9.69	10.69	营运资本变动	(4403)	11071	12027	1444	1168
每股红利	3.27	4.09	5.23	6.30	7.49	其它	657	643	698	775	856
每股净资产	29.38	33.38	36.86	40.25	43.46	经营活动现金流	23438	42414	47323	40843	44642
ROIC	25.95%	25.55%	31%	39%	40%	资本开支	0	(2150)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	23.41%	23.32%	24%	24%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	75%	76%	76%	76%	76%	投资活动现金流	(75)	(2184)	(1000)	(1000)	(1000)
EBIT Margin	47%	47%	47%	48%	48%	权益性融资	0	23	0	0	0
EBITDA Margin	48%	48%	48%	49%	49%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	13%	11%	10%	10%	支付股利、利息	(12681)	(15894)	(20293)	(24446)	(29057)
净利润增长率	14%	13%	12%	11%	10%	其它融资现金流	12022	14634	0	0	0
资产负债率	25%	22%	24%	24%	25%	融资活动现金流	(13341)	(17132)	(20293)	(24446)	(29057)
股息率	2.1%	2.7%	3.4%	4.1%	4.9%	现金净变动	10022	23098	26030	15398	14585
P/E	22.1	19.6	17.5	15.7	14.2	货币资金的期初余额	82336	92358	115456	141486	156884
P/B	5.2	4.6	4.1	3.8	3.5	货币资金的期末余额	92358	115456	141486	156884	171469
EV/EBITDA	17.7	15.7	14.2	12.9	11.7	企业自由现金流	0	38876	44630	37852	41463
						权益自由现金流	0	53510	47038	40649	44540

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032