

坚定改革，稳中求进

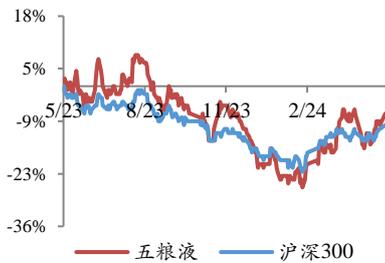
——五粮液 2023 年年报&2024 年一季报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-06

收盘价(元)	155.01
近 12 个月最高/最低(元)	188.57/122.56
总股本(百万股)	3,882
流通股本(百万股)	3,882
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	6,017
流通市值(亿元)	6,017

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

主要观点：

➤ 公司发布 2023 和 2024Q1 业绩：

- 24Q1：营业总收入 348.33 亿元 (+11.86%)，归母 140.45 亿元 (+11.98%)，扣非 140.39 亿元 (+12.71%)。
- 23A：收入 832.72 亿 (+12.58%)；归母 302.11 亿 (+13.19%)，扣非 301.16 亿 (+12.96%)
- 分红：每 10 股派发红利 46.70 元，分红率 60%，同比+5pct。
- **23A 落入预期中枢上方，24Q1 符合市场预期。**

● 收入端：1618 及低度贡献更多增量

➤ 分产品看，1618 及低度贡献更多增量。23 公司五粮液产品/其他酒营收分别同比增长 13.50%/11.58%，五粮液产品占比持平。拆分量价来看，23 年五粮液产品量/价分别同比变动+17.98%/-3.8%，我们预计主因低价格的 1618 及低度在公司资源支持下，增速高于五粮液产品整体增速水平，贡献更多增量，导致五粮液产品结构略有下滑。其他酒 23 年量/价分别同比变动+27.60%/-12.60%，我们预计主要系公司开展产品动销大会战，日均开瓶扫码量同比增长超 70%，带动销量同比大幅增长，而货折等形式渠道费用投入增加导致其他酒业务吨价同比降低。

➤ 24Q1 公司收入同比增长 11.86%，我们预计主要系普五涨价预期提振经销商打款积极性，主品贡献较多增量。据渠道调研，五粮液春节期间动销良好，节后公司维护批价决心较强，当前批价稳定在 940-950 元，未来仍有进一步上行空间。全年维度看，预计公司将在 24 年端午或中秋前期推出 45/68 度五粮液，有望接力贡献增量。

➤ 分渠道看，公司渠道结构布局持续优化。23 年公司经销/直销分别同比增长 13.56%/12.53%，经销渠道占比持平。据公司年报，23 年全年公司新增核心终端 2.6 万家，专卖店净增加 32 家。从区域看，公司传统强势区域持续下沉，渠道结构布局进一步完善。

● 利润端：盈利能力稳定

➤ 23Q4 毛利率同比提高 1.86pct，预计主要系产品结构变化所致。23Q4 销售/管理费率分别同比变动+2.27/-0.18pct，主要系公司提高费用投放以稳定渠道信心。综上，23Q4 公司净利率同比下降 1.26pct。

➤ 23 全年毛利率同比提高 0.37pct，其中酒类业务全年毛利率同比 +0.04pct，毛利率稳定。23 全年销售/管理费率分别同比变动 +0.11/-0.16pct，费用投放较为克制。综上，公司净利率同比提高 0.2pct，盈利能力稳定。

➤ 24Q1 毛利率同比提高 0.04pct，基本稳定。同期销售/管理费率分别同比变动+0.75/-0.46pct。为促进批价上行，公司整体费用投放较为克制。综上，公司净利率同比提高 0.04pct，盈利能力稳定。

● **经营质量：票据扰动收现**

➤ 24Q1 公司收现同比下降 23.98%，预计主要系公司加大经销商端银行承兑汇票支持，24Q1 末应收款项融资环比提高 140.11 亿元。从预收款看，24Q1 末公司合同负债达 50.47 亿，环比下降 18.17 亿，同比下降 4.89 亿，主要系销售节奏确认扰动。

➤ **投资建议：坚定改革，稳中求进，维持“买入”**

➤ **我们的观点：**

公司今年改革决心坚定，淡季普五批价管控有力，积极丰富产品矩阵，以分担业绩增长压力，渠道信心持续回暖，为后续更高质量发展打下基础。通过提高普五出厂价，以调动经销商打款积极性，顺利实现开门红，全年双位数营收增长确定性提升。同时，公司将分红率提高 5pct 至 60%，持续提高投资者回报。

盈利预测：我们新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业总收入 923.80/1031.50/1147.48 亿元，同比 +10.9%/+11.7%/+11.2%；实现归母净利润 338.90/380.40/426.73 亿元，同比 +12.2%/ +12.2%/ +12.2%；当前股价对应 PE 分别为 17.75/15.82/14.10 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**

需求恢复不及预期，市场竞争加剧，新品推广不顺利、食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	83272	92380	103150	114748
收入同比 (%)	12.6%	10.9%	11.7%	11.2%
归属母公司净利润	30211	33890	38040	42673
净利润同比 (%)	13.2%	12.2%	12.2%	12.2%
毛利率 (%)	75.8%	76.1%	77.0%	77.7%
ROE (%)	23.3%	22.9%	22.6%	22.4%
每股收益 (元)	7.78	8.73	9.80	10.99
P/E	18.03	17.75	15.82	14.10
P/B	4.20	4.06	3.57	3.16
EV/EBITDA	10.61	11.43	8.53	8.16

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 5 月 6 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	147182	169010	197563	217332	营业收入	83272	92380	103150	114748
现金	115456	91484	166427	131597	营业成本	20157	22104	23770	25635
应收账款	43	111	61	131	营业税金及附加	12532	13395	14957	16639
其他应收款	40	1500	219	418	销售费用	7796	8868	9696	10786
预付账款	169	265	285	308	管理费用	3319	3788	4126	4590
存货	17388	19452	18844	21033	财务费用	-2473	-2767	-1826	-2492
其他流动资产	14086	56198	11726	63845	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	18251	20627	23688	26709	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2020	2020	2020	2020	投资净收益	58	64	71	79
固定资产	5190	5511	5925	6418	营业利润	42004	47084	52529	59704
无形资产	2057	3655	5241	6811	营业外收入	45	52	52	52
其他非流动资产	8984	9440	10502	11459	营业外支出	136	110	110	110
资产总计	165433	189637	221251	244040	利润总额	41913	47026	52472	59647
流动负债	32683	36609	46188	45119	所得税	10392	11498	12593	14912
短期借款	0	0	0	0	净利润	31521	35528	39879	44735
应付账款	8864	2802	9744	3786	少数股东损益	1310	1638	1838	2062
其他流动负债	23819	33808	36445	41333	归属母公司净利润	30211	33890	38040	42673
非流动负债	400	400	400	400	EBITDA	40454	44654	51071	57612
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	7.78	8.73	9.80	10.99
其他非流动负债	400	400	400	400					
负债合计	33084	37010	46589	45520					
少数股东权益	2791	4429	6267	8330					
股本	3882	3882	3882	3882					
资本公积	2683	2683	2683	2683					
留存收益	122994	141634	161831	183627					
归属母公司股东权益	129558	148198	168395	190191					
负债和股东权益	165433	189637	221251	244040					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	41742	-5947	96277	-10471	成长能力				
净利润	31521	35528	39879	44735	营业收入	12.6%	10.9%	11.7%	11.2%
折旧摊销	982	401	439	480	营业利润	13.0%	12.1%	11.6%	13.7%
财务费用	11	4	4	4	归属于母公司净利	13.2%	12.2%	12.2%	12.2%
投资损失	-58	-64	-71	-79	获利能力				
营运资金变动	9402	-41874	55970	-55668	毛利率 (%)	75.8%	76.1%	77.0%	77.7%
其他经营现金流	22003	77460	-16034	100461	净利率 (%)	36.3%	36.7%	36.9%	37.2%
投资活动现金流	-2932	-2771	-3487	-3479	ROE (%)	23.3%	22.9%	22.6%	22.4%
资本支出	-2955	-2830	-3553	-3553	ROIC (%)	22.4%	21.9%	22.0%	21.6%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	24	59	67	75	资产负债率 (%)	20.0%	19.5%	21.1%	18.7%
筹资活动现金流	-16300	-15255	-17847	-20881	净负债比率 (%)	25.0%	24.2%	26.7%	22.9%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.50	4.62	4.28	4.82
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.97	4.08	3.86	4.34
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.52	0.50	0.49
其他筹资现金流	-16300	-15255	-17847	-20881	应收账款周转率	2126.07	1200.00	1200.00	1200.00
现金净增加额	22511	-23972	74944	-34831	应付账款周转率	2.50	3.79	3.79	3.79

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。