

000858.SZ

买入

原评级: 买入

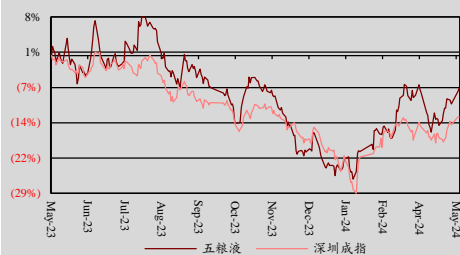
市场价格: 人民币 155.94

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 五粮液 2023 年年报及 2024 年 1 季报业绩点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	14.7	0.9	16.5	(10.2)
相对深圳成指	10.7	(1.5)	4.3	2.4

发行股数 (百万)	3,881.61
流通股 (百万)	3,881.53
总市值 (人民币 百万)	605,297.95
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	2,740.87
主要股东	
宜宾发展控股集团有限公司	34.43

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 5 月 7 日收市价为标准

相关研究报告

- 《五粮液》20240328
- 《五粮液》20231106
- 《五粮液》20230828

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

五粮液

消费者基础稳固, 业绩持续稳健增长

五粮液公布 23 年报和 24 年 1 季报。2023 年实现营收 832.7 亿元, 同比增长 12.6%, 归母净利 302.1 亿元, 同比增 13.2%, 每股收益 7.78 元。1Q24 实现营收 348.3 亿元, 同比增长 11.9%, 归母净利 140.5 亿元, 同比增 12.0%, 每股收益 3.62 元。1Q24 预收款 50.5 亿元。公司消费基础稳固, 业绩持续稳健增长, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2023 年、1Q24 营收分别增 12.6%、11.9%, 保持双位数的稳健增长。(1) 2023 年五粮液营收增速在上市公司中排名偏后, 24 年 1 季度排名则处于中间位置, 2020 年-2023 年连续 4 年营收增速均位于 10-16% 的区间, 业绩增长的稳定性高。(2) 2023 年五粮液酒营收 628 亿元, 同比增 13.5%, 销量 3.9 万吨, 同比增 18.0%, 销售均价同比出现下降。2023 年普五一批价 940-950 元, 同比 2022 年小幅下降, 由于价格处于低位, 产品性价比较高, 终端动销情况较好。另外, 我们判断公司加大了低度五粮液和 1618 的市场推广力度, 也带来了一些增量。2023 年经销模式收入 460.0 亿元, 同比增 13.6%, 直销模式收入 304.6 亿元, 同比增 12.5%, 经销和直销同步增长。(3) 渠道能力升级。传统渠道方面, 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。(4) 2023 年其他酒收入 136.4 亿元, 同比增 11.6%, 销量 12.0 万吨, 同比增 27.6%, 销售均价同比明显下降, 我们判断公司加大了大众价格带产品的推广力度。(5) 1Q24 营收同比增长 11.9%, 普五一批价均价 930-940 元, 同比降低 30 元左右, 高性价比提振了旺季产品需求。根据公司反馈, 元春期间, 八代五粮液全国动销农历同比保持两位数稳健增长。

- 消费者基础稳固, 公司加强市场监管, 进一步完善“1+3”产品矩阵, 持续稳健增长可期。(1) 近期经销商信心已经有所回升。后续需观察管控措施的落地情况, 和商务需求、渠道库存的变化。(2) 公司继续丰富五粮液产品线, 可分担普五的增长压力。2023 年公司理顺了经典五粮液的渠道和价盘, 加大了 1618 和 39 度推广力度, 2024 年春节期生肖酒销售表现较好, 2024 年公司将在部分区域推 45 度、68 度产品, 满足消费者对度数的特殊偏好。(3) 过去一年多公司对销售战略做了系统性的梳理, 提出“总部抓总、大区主战”策略, 强化大区主战的分级授权、管控平衡及服务下沉, 纵深推进营销数字化转型。我们预计公司对市场变化的响应速度将持续提升。(4) 五粮液消费者基础稳固, 渠道体系稳定, 预计 2024-2025 年维持稳健增长态势。

估值

- 根据最新财报和行业环境变化, 我们预计公司 24-26 年公司营收同比分别增 12.1%、10.3%、9.1%, 归母净利同比分别增 12.5%、11.0%、9.8%, EPS 分别为 8.76、9.72、10.67 元/股, 对应 PE 分别为 17.7X、15.9X、14.5X, 维持“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 渠道库存超预期。茅台价格波动。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	73,969	83,272	93,349	102,972	112,320
增长率(%)	11.7	12.6	12.1	10.3	9.1
EBITDA(人民币 百万)	35,831	40,123	44,932	49,615	54,367
归母净利润(人民币 百万)	26,691	30,211	33,991	37,726	41,419
增长率(%)	14.2	13.2	12.5	11.0	9.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	6.88	7.78	8.76	9.72	10.67
原先股本摊薄每股收益(人民币)			8.97	9.95	
变动幅度(%)			(2.3)	(2.3)	
市盈率(倍)	22.5	19.9	17.7	15.9	14.5
市净率(倍)	5.3	4.6	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA(倍)	16.9	10.6	10.7	9.1	8.2
每股股息(人民币)	3.8	4.7	4.7	5.6	6.7
股息率(%)	2.1	3.3	3.0	3.6	4.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022 年数据为公司当年公告数据, 非 2023 年年报公告调整后数据。

图表 1. 五粮液 2023 年年报及 2024 年 1 季报业绩

(人民币, 百万元)	FY2022	FY2023	同比 (%)	1Q23	1Q24	同比 (%)
营业收入	73,969	83,272	12.6	31,139	34,833	11.9
营业成本	18,178	20,157	10.9	6,728	7,515	11.7
毛利率(%)	75.4	75.8	0.4	78.4	78.4	0.0
毛利	55,790	63,115	13.1	24,411	27,318	11.9
税金及附加	10,749	12,532	16.6	4,459	4,858	9.0
销售费用	6,844	7,796	13.9	2,112	2,624	24.2
管理费用	3,068	3,319	8.2	1,097	1,065	(3.0)
研发费用	236	322	36.5	76	84	9.7
财务费用	(2,026)	(2,473)	22.1	(614)	(720)	17.2
资产减值损失	26	4	(85.0)	0	0	-
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-
投资收益	93	58	(37.8)	0	0	-
营业利润	37,174	42,004	13.0	17,472	19,451	11.3
营业利润率(%)	50.3	50.4	0.2	56.1	55.8	(0.3)
营业外收入	39	45	16.6	3.3	6.0	81.8
营业外支出	110	136	24.2	51.5	2.0	(96.0)
利润总额	37,104	41,913	13.0	17,424	19,455	11.7
所得税	9,133	10,392	13.8	4,318	4,820	11.6
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	25	25	0.1	25	25	0.1
少数股东权益	1,280	1,310	2.4	564	590	4.6
归属于母公司净利润	26,691	30,211	13.2	12,542	14,045	12.0
净利率(%)	36.1	36.3	0.2	40.3	40.3	0.0
EPS	6.88	7.78	13.2	3.23	3.62	12.0

资料来源: iFind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	73,969	83,272	93,349	102,972	112,320
营业收入	73,969	83,272	93,349	102,972	112,320
营业成本	18,178	20,157	21,836	23,507	25,265
营业税金及附加	10,749	12,532	14,049	15,497	16,960
销售费用	6,844	7,796	9,055	10,143	11,064
管理费用	3,068	3,319	3,921	4,428	4,830
研发费用	236	322	364	402	393
财务费用	(2,026)	(2,473)	(2,793)	(3,097)	(3,486)
其他收益	187	331	200	200	200
资产减值损失	(26)	(4)	0	0	0
信用减值损失	(1)	(1)	(3)	(3)	(3)
资产处置收益	3	1	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	93	58	95	95	95
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	37,174	42,004	47,212	52,388	57,589
营业外收入	39	45	40	45	45
营业外支出	110	136	90	90	90
利润总额	37,104	41,913	47,162	52,343	57,544
所得税	9,133	10,392	11,696	12,981	14,328
净利润	27,971	31,521	35,466	39,362	43,216
少数股东损益	1,280	1,310	1,474	1,636	1,796
归母净利润	26,691	30,211	33,991	37,726	41,419
EBITDA	35,831	40,123	44,932	49,615	54,367
EPS(最新股本摊薄, 元)	6.88	7.78	8.76	9.72	10.67

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	137,566	147,182	173,509	188,874	215,102
货币资金	92,358	115,456	120,262	149,357	154,061
应收账款	36	43	45	52	54
应收票据	120	0	134	14	148
存货	15,981	17,388	18,760	20,154	21,671
预付账款	136	169	162	195	188
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	28,935	14,126	34,146	19,102	38,980
非流动资产	15,149	18,251	18,249	18,175	17,742
长期投资	1,988	2,022	2,022	2,022	2,022
固定资产	5,313	5,190	4,749	4,307	3,866
无形资产	519	2,057	1,983	1,909	1,835
其他长期资产	7,330	8,982	9,496	9,937	10,019
资产合计	152,715	165,433	191,758	207,048	232,844
流动负债	35,759	32,683	41,786	39,459	48,146
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	7,247	8,864	8,589	10,200	9,994
其他流动负债	28,512	23,819	33,197	29,260	38,152
非流动负债	271	400	285	292	288
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	271	400	285	292	288
负债合计	36,031	33,084	42,070	39,751	48,435
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
少数股东权益	2,659	2,791	4,265	5,901	7,698
归属母公司股东权益	114,025	129,558	145,423	161,396	176,712
负债和股东权益合计	152,715	165,433	191,758	207,048	232,844

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022 年数据为公司当年公告数据, 非 2023 年年报公告调整后数据。

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	27,971	31,521	35,466	39,362	43,216
折旧摊销	965	982	811	622	561
营运资金变动	(3,278)	10,767	(12,599)	11,495	(12,883)
其他	(1,227)	(1,527)	(2,894)	(3,192)	(3,584)
经营活动现金流	24,431	41,742	20,783	48,286	27,309
资本支出	(1,781)	(2,957)	(835)	(535)	(135)
投资变动	(75)	(34)	0	0	0
其他	139	59	97	97	98
投资活动现金流	(1,716)	(2,932)	(738)	(438)	(37)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(14,785)	(18,498)	(18,127)	(21,753)	(26,103)
其他	1,679	2,198	2,887	2,999	3,535
筹资活动现金流	(13,105)	(16,300)	(15,240)	(18,753)	(22,568)
净现金流	9,609	22,510	4,806	29,095	4,704

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	11.7	12.6	12.1	10.3	9.1
营业利润增长率(%)	14.2	13.0	12.4	11.0	9.9
归属于母公司净利润增长率(%)	14.2	13.2	12.5	11.0	9.8
息税前利润增长率(%)	14.3	12.3	12.7	11.0	9.8
息税折旧前利润增长率(%)	14.0	12.0	12.0	10.4	9.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	14.2	13.2	12.5	11.0	9.8
获利能力					
息税前利润率(%)	47.1	47.0	47.3	47.6	47.9
营业利润率(%)	50.3	50.4	50.6	50.9	51.3
毛利率(%)	75.4	75.8	76.6	77.2	77.5
归母净利润率(%)	36.1	36.3	36.4	36.6	36.9
ROE(%)	23.4	23.3	23.4	23.4	23.4
ROIC(%)	25.2	28.0	25.7	28.4	26.4
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.8)	(0.9)	(0.8)	(0.9)	(0.8)
流动比率	3.8	4.5	4.2	4.8	4.5
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	1,481.1	2,126.1	2,126.1	2,126.1	2,126.1
应付账款周转率	11.7	10.3	10.7	11.0	11.1
费用率					
销售费用率(%)	9.3	9.4	9.7	9.9	9.9
管理费用率(%)	4.1	4.0	4.2	4.3	4.3
研发费用率(%)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
财务费用率(%)	(2.7)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.9	7.8	8.8	9.7	10.7
每股经营现金流(最新摊薄)	6.3	10.8	5.4	12.4	7.0
每股净资产(最新摊薄)	29.4	33.4	37.5	41.6	45.5
每股股息	3.8	4.7	4.7	5.6	6.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	22.5	19.9	17.7	15.9	14.5
P/B(最新摊薄)	5.3	4.6	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA	16.9	10.6	10.7	9.1	8.2
价格/现金流(倍)	24.6	14.4	29.0	12.5	22.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371