

五粮液(000858)

年报及一季报点评：收入利润符合预期，分红率提升

事件：

公司发布2023年年报与2024年一季报，2023年公司实现收入832.72亿元，同比增长12.58%，实现归母净利润302.11亿元，同比增长13.19%。24Q1实现收入348.33亿元，同比增长11.86%，实现归母净利润140.45亿元，同比增长11.98%。

➤ 收入利润符合预期

23Q4实现收入207.36亿元，同比增长14.00%，实现归母净利润73.78亿元，同比增长10.09%。23Q4+24Q1实现收入555.69亿元，同比增长12.65%，实现归母净利润214.23亿元，同比增长11.33%。收入利润符合预期。24Q1公司合同负债50.47亿元，同比减少8.82%，环比2023年减少18.17亿元，24Q1（收入+Δ合同负债）330.16亿元，同比增长35.89%。24Q1销售收现217.69亿元，同比减少23.98%，或主要由于上年现金打款补贴导致高基数。

➤ 2023年五粮液增速高于其他酒，优势区域表现亮眼

2023年公司酒类产品实现收入764.47亿元，同比增长13.15%。分产品看，五粮液产品增速高于其他酒产品，2023年五粮液产品实现收入628.04亿元，同比增长13.50%，其中销量/吨价分别+17.98%/-3.80%，我们预计主要由于1618和低度销量增长快于普五。其他酒产品实现收入136.43亿元，同比增长11.58%，其中销量/吨价分别+27.60%/-12.56%。五粮液收入占比提升0.25pct至82.15%。分区域看，东部、西部、中部等优势区域表现亮眼，2023年公司东部/南部/西部/北部/中部地区分别实现收入223.89/68.10/262.15/80.74/129.58亿元，分别同比+17.92%/-8.97%/+21.71%/-4.04%/+16.30%。2023年合计经销商数量达3384家，同比增加240家，其中五粮液经销商数量达2570家，同比增加81家；五粮浓香经销商数量达814家，同比增加159家。截至2023年末公司专卖店数量同样有所增加，合计达1662家，较年初增加32家。

➤ 盈利能力稳步提升

2023年公司毛利率75.79%，同比提升0.37pct，归母净利率36.28%，同比提升0.20pct，销售/管理/营业税金及附加比率分别为9.36%/3.99%/15.05%，分别同比+0.11%/-0.16%/+0.52pct。24Q1公司毛利率78.43%，同比提升0.04pct，归母净利率40.32%，同比提升0.04pct，销售/管理/营业税金及附加比率分别为7.53%/3.06%/13.95%，分别同比+0.75%/-0.46%/-0.37pct。我们判断毛利率持平微增主要与1618和低度增长较快、货折增加有关。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为927.05/1026.31/1129.29亿元，同比增速分别为11.33%/10.71%/10.03%，归母净利润分别为336.63/373.05/411.67亿元，同比增速分别为11.43%/10.82%/10.35%，EPS分别为8.67/9.61/10.61元/股，3年CAGR为10.87%。鉴于公司巩固增强稳健发展态势，1618、低度新品及文创酒发力形成增量，参照可比公司估值，我们给予公司2024年20倍PE，目标价173.4元，维持“买入”评级。

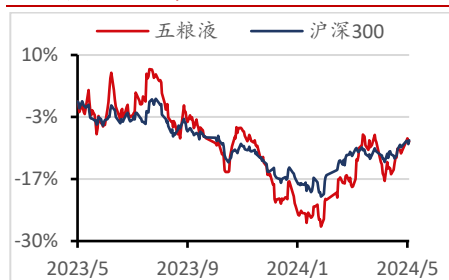
风险提示：白酒消费力下行；行业竞争加剧；产品结构升级不及预期

行业：食品饮料/白酒II
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：154.84元
 目标价格：173.40元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3,881.61/3,881.53
流通A股市值(百万元)	601,015.47
每股净资产(元)	37.00
资产负债率(%)	18.62
一年内最高/最低(元)	188.57/122.56

股价相对走势



作者

分析师：邓周贵
 执业证书编号：S0590524040005
 邮箱：dzhg@glsc.com.cn
 分析师：徐锡联
 执业证书编号：S0590524040004
 邮箱：xuxl@glsc.com.cn
 分析师：刘景瑜
 执业证书编号：S0590524030005
 邮箱：jyl@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73969	83272	92705	102631	112929
增长率(%)	11.72%	12.58%	11.33%	10.71%	10.03%
EBITDA(百万元)	35654	40030	47717	52843	58171
归母净利润(百万元)	26691	30211	33663	37305	41167
增长率(%)	14.17%	13.19%	11.43%	10.82%	10.35%
EPS(元/股)	6.88	7.78	8.67	9.61	10.61
市盈率(P/E)	22.5	19.9	17.9	16.1	14.6
市净率(P/B)	5.3	4.6	4.0	3.4	3.0
EV/EBITDA	17.4	11.0	10.1	8.7	7.4

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年05月09日收盘价

相关报告

1、《五粮液(000858)：业绩超预期，浓香龙头基础扎实》2023.10.28
 2、《五粮液(000858)：业绩短期承压，动销提升与渠道拓展仍有看点》2023.08.26

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	92358	115456	132416	159129	188509	营业收入	73969	83272	92705	102631	112929
应收账款+票据	29060	14129	29315	32454	35710	营业成本	18178	20157	22117	24644	27090
预付账款	136	169	211	234	257	营业税金及附加	10749	12532	13210	14574	16036
存货	15981	17388	19172	21363	23483	营业费用	6844	7796	7741	8518	9260
其他	31	40	40	44	49	管理费用	3304	3641	3545	3822	4206
流动资产合计	137566	147182	181154	213224	248008	财务费用	-2026	-2473	-429	-508	-608
长期股权投资	1986	2020	2103	2185	2268	资产减值损失	-26	-4	-16	-18	-19
固定资产	5694	5317	5274	5085	4749	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	3773	5623	4686	3749	2812	投资净收益	93	58	83	83	83
无形资产	519	2057	1714	1371	1028	其他	188	331	243	243	243
其他非流动资产	3177	3233	3152	3070	3070	营业利润	37174	42004	46830	51887	57250
非流动资产合计	15149	18251	16929	15461	13927	营业外净收益	-71	-91	-88	-88	-88
资产总计	152715	165433	198083	228684	261935	利润总额	37104	41913	46742	51799	57162
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	9133	10392	11512	12757	14078
应付账款+票据	8135	9597	9644	10746	11813	净利润	27971	31521	35230	39042	43084
其他	27624	23087	32304	35883	39455	少数股东损益	1280	1310	1567	1737	1917
流动负债合计	35759	32683	41949	46629	51268	归属于母公司净利润	26691	30211	33663	37305	41167
长期带息负债	17	116	74	35	-2	财务比率					
长期应付款	1	29	29	29	29		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	222	263	263	263	263	成长能力					
非流动负债合计	271	400	359	319	283	营业收入	11.72%	12.58%	11.33%	10.71%	10.03%
负债合计	36031	33084	42308	46948	51550	EBIT	14.19%	12.44%	17.43%	10.75%	10.26%
少数股东权益	2659	2791	4358	6095	8012	EBITDA	14.12%	12.27%	19.20%	10.74%	10.08%
股本	3882	3882	3882	3882	3882	归属于母公司净利润	14.17%	13.19%	11.43%	10.82%	10.35%
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683	获利能力					
留存收益	107461	122994	144853	169077	195809	毛利率	75.42%	75.79%	76.14%	75.99%	76.01%
股东权益合计	116684	132349	155775	181736	210384	净利率	37.81%	37.85%	38.00%	38.04%	38.15%
负债和股东权益总计	152715	165433	198083	228684	261935	ROE	23.41%	23.32%	22.23%	21.24%	20.34%
现金流量表						ROIC	101.84%	93.74%	138.13%	118.48%	129.81%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	27971	31521	35230	39042	43084	资产负债率	34.86%	37.10%	29.58%	26.88%	23.57%
折旧摊销	577	590	1404	1551	1616	流动比率	2.6	3.3	4.1	4.1	4.5
财务费用	-2026	-2473	-429	-508	-608	速动比率	2.1	2.7	3.5	3.5	3.8
存货减少(增加为“-”)	-1966	-1407	-1784	-2191	-2120	营运能力					
营运资金变动	-4119	9402	-7747	-676	-766	应收账款周转率	2.0	2.3	2.2	2.2	2.2
其它	3607	3718	1760	2166	2096	存货周转率	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
经营活动现金流	24043	41351	28434	39385	43302	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	-1784	-2927	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	-6	0	0	0	0	每股收益	6.9	7.8	8.7	9.6	10.6
其他	73	-5	-58	-58	-58	每股经营现金流	6.2	10.7	7.3	10.1	11.2
投资活动现金流	-1716	-2932	-58	-58	-58	每股净资产	29.4	33.4	39.0	45.2	52.1
债权融资	-338	99	-41	-40	-37	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	22.5	19.9	17.9	16.1	14.6
其他	-12767	-16399	-11375	-12574	-13828	市净率	5.3	4.6	4.0	3.4	3.0
筹资活动现金流	-13105	-16300	-11416	-12613	-13864	EV/EBITDA	17.4	11.0	10.1	8.7	7.4
现金净增加额	9221	22119	16959	26714	29380	EV/EBIT	17.6	11.2	10.4	8.9	7.6

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年05月09日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼