

哈佛分析框架下五粮液财务报表分析

郑圆圆

北方工业大学经济管理学院, 北京

收稿日期: 2024年10月15日; 录用日期: 2024年11月27日; 发布日期: 2024年12月5日

摘要

本文以五粮液近年度财务报告及其他公开信息为主要素材, 基于哈佛分析框架, 对五粮液最新年度的财务报表及企业经营情况展开深入分析。分析结果表明, 五粮液面临着前有豺狼后有虎豹的竞争压力, 但其还是拥有一定的竞争优势。五粮液应当更加注重销售渠道的建设、加大市场耕耘力度、聚焦品牌战略, 实现可持续发展。

关键词

五粮液, 财务报表分析, 哈佛分析框架

Financial Statement Analysis of Wuliangye under Harvard Analysis Framework

Yuanyuan Zheng

School of Economics and Management, North China University of Technology, Beijing

Received: Oct. 15th, 2024; accepted: Nov. 27th, 2024; published: Dec. 5th, 2024

Abstract

This article takes Wuliangye's recent financial reports and other publicly available information as the main materials, and based on the Harvard analysis framework, conducts an in-depth analysis of Wuliangye's latest financial statements and business operations for the year. The analysis reveals that Wuliangye is under immense competitive pressure, with fierce competitors both ahead and behind. Despite this, it still maintains certain competitive edges. Wuliangye should pay more attention to the construction of sales channels, increase market cultivation efforts, focus on brand strategy, and achieve sustainable development.

Keywords

Wuliangye, Financial Statement Analysis, Harvard Analysis Framework

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

白酒行业是我国食品行业的重要分支，在我国传统文化中已有几千年的发展历史[1]。五粮液是一家集现代制造、现代包装、现代物流、金融投资和健康产业等于一体的特大型国有企业集团。五粮液所拥有的独特粮食酿造配方及酿造技术是其主要的竞争优势，而多年来的经营也积累了很好的声誉[2]。哈佛分析框架是以战略分析为起点、以会计分析为基础、以财务分析为重点、以前景分析为目标，有机融合财务与非财务信息。运用哈佛分析框架[3]，能够更深入地剖析五粮液的运营与财务表现，发现企业在生产经营过程中存在的问题并提出发展建议，使其能够更加可持续的发展。

2. 战略分析

以下从行业、公司竞争战略和公司资源能力等方面，进行五粮液公司的战略分析。

2.1. 行业分析

从整个行业的生命周期来说，我国白酒行业正处在一个成熟阶段。中国历史悠久，对酒文化的继承和发扬已成为人们生活中不可或缺的一部分，是白酒行业可持续发展的重要保证。白酒行业在 2012 年进入深度调整期后，2017 年出现回暖迹象，进入发展新常态[4]。伴随着我国经济的快速发展和人们生活水平的提高，普通消费者的购买力也在逐步增强，我国的白酒行业呈现出繁荣发展的态势。

2.2. SWOT 分析

2.2.1. 优势分析

五粮液拥有深厚的历史文化底蕴，其酿酒历史可追溯至 3000 多年前，是中国白酒文化的杰出代表。并且五粮液的品牌价值极高，市场影响力广泛，凭借六大独特优势傲立于浓香型酒业前沿：其独占的自然生态环境、拥有 651 年历史的明代古窖池、独特的五种粮食配方、别具一格的酿造技艺、深植的中庸文化底蕴、精益求精的匠心品质，以及宏大的“十里酒城”规模，共同铸就了其行业领军者的地位[5]。

2.2.2. 劣势分析

五粮液除着力打造高档白酒系列之外，尚有众多中、低端品牌，由于各子品牌的同质化程度很高，并且存在着相同的品牌定位，以至于对品牌形象产生了负面的作用。同时由于市场容量不足，无法接纳太多同类产品，从而导致了子品牌间的竞争。

2.2.3. 机会分析

随着国民消费水平的提高，消费者对高品质白酒的需求不断增加，为五粮液提供了广阔的市场空间。再者，我国“一带一路”倡议的提出和综合国力的不断提升，越来越多的中国品牌走出了国门并且站上了国际舞台[6]，五粮液有机会拓展国际市场，提升品牌国际影响力。

2.2.4. 威胁分析

白酒市场竞争日益激烈，特别是高端白酒市场，茅台、泸州老窖等竞争对手的强劲表现对五粮液构成了较大压力。此外，国家针对白酒行业实施了一系列限制性措施，包括税收政策和广告限制等。现有税收政策对白酒行业整体业绩的影响是显而易见的，而且产销量越大的企业所受的负面影响也越大[7]，这将会对公司的市场扩展及利润造成一定的影响。

3. 会计分析

本部分基于五粮液最新年度的财务报告，对其存货以及固定资产的情况进行分析。

3.1. 存货分析

在近三年里，五粮液的存货账面价值一直在上升。与三年前相比，2020 年的存货增加了约 20.81%。五粮液的存货中，库存商品和自制半成品的比例很高，三年来其总和平均达到了约 84.51%，而原材料和在产品共占有 13.45%。由于白酒行业酿酒周期长的特点，使得很多企业都会有大量的自制半成品。五粮液自制半成品和库存商品的占比近年来变化不大，每种存货类别所占的比例也比较平稳。五粮液近几年来持续计提存货跌价准备，说明企业在一定程度上是审慎的，提供的会计资料也是相对可信的，并且 2022 年减少了对存货跌价准备的计提也显示出五粮液对产品持积极态度。五粮液 2020~2022 年主要存货占比由表 1 所示。

Table 1. Proportion of main inventory of Wuliangye from 2020 to 2022 (Unit: %)

表 1. 五粮液 2020~2022 年主要存货占比(单位：%)

项目	2022 年	2021 年	2020 年
原材料	4.41	5.51	7.58
在产品	7.48	8.10	7.26
库存商品	15.58	11.44	12.92
自制半成品	71.02	72.62	69.95
包装物	0.10	0.11	0.27
发出商品	0.66	1.36	1.64

3.2. 固定资产分析

固定资产是指生产商品、提供劳务、出租或经营管理而持有的，使用年限超过一年，单位价值较高的有形资产。五粮液的折旧率以及相应折旧年限的设置均较为合理，并且企业在固定资产的核算上也达到了准则要求。2022 年五粮液固定资产折旧情况由表 2 所示。

Table 2. Depreciation of fixed assets of Wuliangye in 2022

表 2. 2022 年五粮液固定资产折旧情况表

类别	折旧方法	折旧年限	残值率	年折旧率
房屋建筑物	年限平均法	25~30 年	3%~5%	3.17~3.88%
通用设备	年限平均法	10~12 年	3%~5%	7.92~9.70%
专用设备	年限平均法	8 年	3%~5%	11.18~12.13%
运输设备	年限平均法	6 年	3%~5%	15.83~16.17%
其他设备	年限平均法	6 年	3%~5%	15.83~16.17%

近年来，五粮液的固定资产原值呈现出逐渐下降的态势，其在公司资产中的比例也在不断下降，三年时间里下降了 1.66% 左右。另外，固定资产折旧率也出现了下降。这说明近三年五粮液未引入新的固定资产，其为扩充生产能力所作的准备不足，运营能力亟待提升。与此同时，五粮液的固定资产净值占营业收入的比重也在逐步下降，三年时间里减少了约 3.03%，这说明企业的固定资产增速低于企业销售扩张的增速。企业应该进行适度的生产投资，以使其能够更好地占领高端白酒市场。总之，五粮液在生产、设备方面的投入比较少，这会制约公司的发展，故而应增加对固定资产的投资，扩大生产规模，以提升营运能力。

4. 财务分析

以下通过财务指标分析等手段，对五粮液的偿债能力与流动性、盈利能力与经营业绩，以及成长性进行分析。

4.1. 偿债能力与流动性分析

五粮液近五年的流动性与偿债能力指标如表 3 所示。

Table 3. Liquidity and debt paying ability indicators of Wuliangye

表 3. 五粮液的流动性和偿债能力指标

指标	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
流动比率	3.85	3.63	3.96	3.22	3.77
速动比率	3.40	3.22	3.44	2.76	3.20
现金比率	2.59	3.16	3.35	2.59	3.14
经营现金净流量对流动负债的比率(%)	0.68	0.80	0.57	0.77	0.59
利息保障倍数	730.76	444.40	-	-	-
资产负债率(%)	23.59	25.24	22.95	28.48	24.36
财务杠杆	1.00	0.99	0.98	0.96	1.00

从近五年流动性和短期偿债能力指标来看，流动比率在 3.22~3.96 之间波动，速动比率在 2.76~3.44 之间波动，现金比率维持在 2.59~3.35 之间。说明五粮液在过去几年中保持了较好的短期偿债能力。经营活动产生的现金流量净额与流动负债的比率在近五年一直处于波动状态且均小于 1，说明经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保障能力较为不足。

从资本结构和长期偿债能力看，企业资产负债率由 2018 年的 24.36% 下降至 2022 年的 23.59%，财务杠杆保持不变。利息保障倍数近两年涨至 730.76，说明公司盈利对其利息负债的保障程度还算优异。总的来说，五粮液无论是短期还是长期的偿债能力都较为优秀，这也与酒类产业相关，有充裕的资金做保证，在偿债能力方面具有一定的优势。

选取同行业的其他四家上市公司作为参照，五家公司 2021 年和 2022 年的流动性与偿债能力指标如表 4 所示。

表 4 显示，五粮液的流动比率、速动比率和现金比率在五家公司中的数值最高，说明短期偿债能力方面五粮液在五家公司中是最好的。利息保障倍数数值尚可，与古井贡酒相差不多。在五家公司中，五粮液的资产负债率最低，只有 20% 多，远低于 60%。这表明五粮液的长期偿债能力很好，但是也反映了企业的经营策略比较保守，没有把财务杠杆发挥到最大。

Table 4. Comparison of liquidity and debt repayment ability in the same industry
表 4. 流动性和偿债能力的同行业比较

指标	年份	五粮液	古井贡酒	山西汾酒	泸州老窖	洋河股份
流动比率	2022	3.85	2.23	1.97	3.15	2.58
	2021	3.63	2.64	1.77	2.43	2.01
速动比率	2022	3.40	1.63	1.32	2.23	1.70
	2021	3.22	2.04	1.20	1.76	1.33
现金比率	2022	2.59	0.31	0.83	1.77	1.62
	2021	3.16	0.68	0.85	1.30	1.29
利息保障倍数	2022	730.76	749.03	10413.58	61.57	18009.47
	2021	444.40	421.69	7105.61	55.18	16474.05
资产负债率(%)	2022	23.59	35.10	40.73	33.19	30.07
	2021	25.24	32.12	47.97	34.89	37.34

考察五粮液应收账款和存货的资产质量和流动情况，相关指标如表 5 所示。

Table 5. Liquidity indicators of accounts receivable and inventory of Wuliangye
表 5. 五粮液应收账款和存货的流动性指标

指标	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
应收账款周转率(次/年)	1481.15	1252.90	651.58	382.90	336.45
应收账款周转天数(天)	0.24	0.29	0.55	0.94	1.07
存货周转率(次/年)	1.21	1.20	1.10	1.01	0.94
存货周转天数(天)	297.01	300.50	327.01	358.17	383.67
经营周期(天)	297.25	300.79	327.56	359.11	384.74

由表 5 可以看出，近五年五粮液的应收账款周转率持续上升，周转天数从 1.07 天减少至 0.24 天，账款回收情况有所改善，说明企业在应收账款管理方面取得了一定的成效。五粮液存货周转率小幅波动，存货周转天数持续降低，周转速度变快。经营周期总体持续向好，2022 年相比 2018 年减少了约 87 天。

五家公司在 2021 年、2022 年的应收账款与存货流动性指标如表 6 所示。

Table 6. Comparison of accounts receivable and inventory liquidity in the same industry
表 6. 应收账款和存货流动性的同行业比较

指标	年份	五粮液	古井贡酒	山西汾酒	泸州老窖	洋河股份
应收账款周转率(次/年)	2022	1481.15	220.40	29182.88	6639.71	1297.88
	2021	1252.90	169.10	13601.14	13164.28	9263.84
应收账款周转天数(天)	2022	0.24	1.63	0.01	0.05	0.28
	2021	0.29	2.13	0.03	0.03	0.04
存货周转率(次/年)	2022	1.21	0.71	0.72	0.39	0.44
	2021	1.20	0.82	0.69	0.49	0.40
存货周转天数(天)	2022	297.01	505.80	497.03	914.4	813.01
	2021	300.50	440.20	522.42	729.93	910.93
经营周期(天)	2022	297.25	507.43	497.04	914.46	813.29
	2021	300.79	442.33	522.45	729.95	910.97

与同行业比较，五粮液的应收账款周转速度适中，存货周转速度最快，强于同行业其他企业。经营周期也很短，约为 300 天左右。这说明，五粮液在存货管理方面处于领先水平，但应收账款周转速度还有待提高，应当加强对应收账款的管理，对于经销商的销售政策需要适当调整。

4.2. 盈利能力与经营业绩分析

白酒产业仍然处在一个长期的发展循环中，其特点是结构性繁荣。2022 年，全国范围内的白酒企业有 963 家，与去年同期相比减少了 2 家；产量为 671.2 万千升，同比减少 5.6%；销售收入为 6,626.5 亿元，同比增长 9.6%；利润总额为 2,201.7 亿元，同比增长 29.4%。市场进一步向优势品牌、优势企业、优势产区集中。2022 年五粮液完成营业收入 739.69 亿元，同比增长 11.72%；利润总额为 371.04 亿元，同比增长 14.34%。

计算盈利能力指标，如表 7 所示。

Table 7. Profitability indicators of Wuliangye (Unit: %)

表 7. 五粮液盈利能力指标(单位: %)

指标	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	75.42	75.35	74.16	74.46	73.80
主营业务利润率	81.88	80.29	80.28	79.95	77.59
期间费用率	10.66	11.59	11.69	12.39	12.58
营业利润率	50.26	49.17	48.55	48.38	46.76
销售净利率	37.81	37.02	36.48	36.37	35.07
总资产周转率(次)	0.51	0.53	0.52	0.52	0.51
总资产收益率	19.39	19.64	18.99	18.94	17.88
净资产收益率	25.05	25.30	24.94	25.26	22.91
经营现金净流量与净利润的比率	87.35	109.25	70.28	126.79	87.74

2018~2022 年间，五粮液的销售毛利率呈稳步增长趋势，这表明五粮液在成本控制和定价策略方面具有一定的优势，能够维持较高的盈利水平。结合各产品的利润率来看，企业主营的白酒利润率也是逐年增长的态势，在 2022 年高达 81.88%。并且营业利润率、销售净利率也呈现同步增长的态势，这反映出五粮液在市场竞争中具有较强的竞争力和良好的经营策略。期间费用率也在逐年下降，说明企业在成本费用控制方面有成效，经营效率提升。资产周转率较为稳定，说明企业资产创造收入的能力比较稳定。总资产收益率和净资产收益率在近五年有所提升，尽管在某些年份有所波动，但整体而言，五粮液在盈利能力和资产管理方面表现出色。

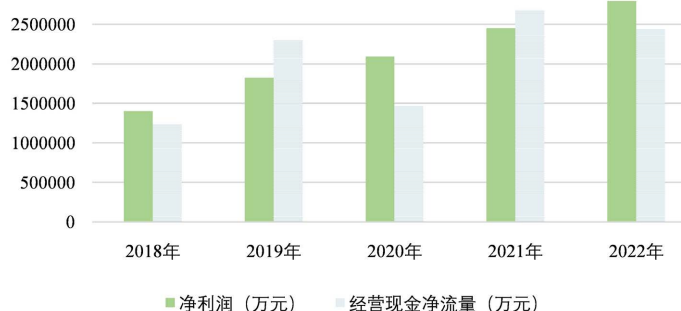


Figure 1. Changes in net profit and operating cash flow of Wuliangye

图 1. 五粮液净利润和经营现金净流量变动图

五粮液的经营现金净流量和净利润之比在 70.28~126.79 间, 说明公司净利润的质量较高, 大部分利润都能以现金的形式回收。比率高于 100%可能表明五粮液在经营活动中产生了足够的现金流入, 不仅覆盖了其净利润, 还有额外的现金流入, 这通常被视为公司现金流管理良好的标志。2018 至 2022 年的净利润、经营现金净流量如图 1 所示。

从图 1 可以看出, 净利润呈逐年递增的态势, 而在某些年度经营现金净流量却有一定的波动。通过对净利润与经营现金净流量的相关性分析发现, 仅 2019 年、2021 年两年的营业现金净流入额大于净利润。2020 年, 五粮液经营现金净流量与净利润之间存在较大的差异, 很有可能是因为预收账款的减少。根据会计准则, 该公司将预收账款调整为合同债务及其它流动负债。

2020 年的经营现金净流量与其他年份相比, 有大幅减少, 说明公司在这一年面临了经营挑战。从 2019 年的大幅增长到 2020 年的大幅下降, 再到 2021 年的强劲复苏, 最后在 2022 年出现小幅下滑。这些变化可能反映了公司经营的起伏和外部环境的影响。

以下将五粮液的盈利能力财务指标与同行业其他公司进行比较, 如表 8 所示。

Table 8. Comparison of profitability indicators with the same industry (Unit: %)
表 8. 盈利能力指标同行业比较(单位: %)

指标	年份	五粮液	古井贡酒	山西汾酒	泸州老窖	洋河股份
销售毛利率	2022	75.42	77.17	75.36	86.59	74.60
	2021	75.35	75.10	74.91	85.70	75.32
主营业务利润率	2022	81.88	60.27	60.16	87.02	60.03
	2021	80.29	59.79	74.99	85.86	58.96
营业利润率	2022	50.26	26.64	41.48	55.12	41.55
	2021	49.17	23.37	35.20	51.30	39.40
销售净利率	2022	37.81	19.46	31.12	41.44	31.19
	2021	37.02	17.89	26.99	38.45	29.64
总资产收益率	2022	19.39	11.78	24.48	22.01	18.43
	2021	19.64	11.69	21.67	20.29	16.40
净资产收益率	2022	25.05	17.93	44.31	33.30	21.03
	2021	25.30	21.25	42.51	31.13	18.55
经营现金净流量与净利润的比率	2022	87.35	95.57	126.40	79.37	38.90
	2021	109.25	221.30	141.85	97.00	204.03

表 8 显示, 销售毛利率、主营业务利润率、营业利润率和销售净利率在五家公司中位于第二, 与第一泸州老窖相差不大。说明五粮液在白酒行业中具有较强的竞争力、盈利能力和成本控制能力。相应地, 总资产和净资产的回报率也是略低于泸州老窖, 二者相差不大。经营现金净流量与净利润的比率相比其他指标就差了一些, 在五家公司中处于中间水平, 盈利质量还需提升。

对五粮液的净资产收益率进行杜邦分析, 将其分解为: 由总资产净利率和权益乘数相乘得到, 还可由销售净利率、总资产周转率和权益乘数三者相乘得到。

由于市场环境的变化、公司经营战略的调整以及宏观环境的变化, 五粮液的净资产收益率在 2020 年达到了近三年来的最低点。然而最为重要的是, 新冠病毒在世界各地的全面爆发给白酒产业带来了明显的冲击。虽然白酒是一种传统消费品, 具备一定抵御风险的能力, 但是由于疫情所造成的总体经济放缓

以及消费者消费习惯的变化，使得五粮液的利润受到了一定的冲击。同时由于人们进行社会交往活动的减少，对白酒的需求也有所降低。净资产收益率从 2021 年的 24.94% 波动至 25.30%，说明五粮液在之后的几年里采取对成本控制、市场拓展和产品创新等一系列的措施，使公司在接下来的几年里逐步恢复甚至提高了净资产收益率。

4.3. 成长性分析

从近五年主营业务收入增长率、净利润增长率、净资产和总资产增长率，来分析五粮液的成长性。如表 9 和图 2 所示。

Table 9. Growth capacity indicators of Wuliangye (Unit: %)

表 9. 五粮液成长能力指标(单位: %)

指标	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
营业收入增长率	11.72	15.51	14.37	25.20	32.61
营业利润增长率	14.20	16.98	14.77	29.53	39.96
净利润增长率	14.18	17.15	14.67	30.02	38.36
净资产增长率	15.10	15.59	15.37	17.02	16.41
总资产增长率	12.60	19.08	7.04	23.58	21.39

表 9 显示，五粮液近五年营业收入、营业利润、净利润、净资产和总资产都为正向增长。有些年份会出现增长率下降的情况，但总体的成长能力还算优异。

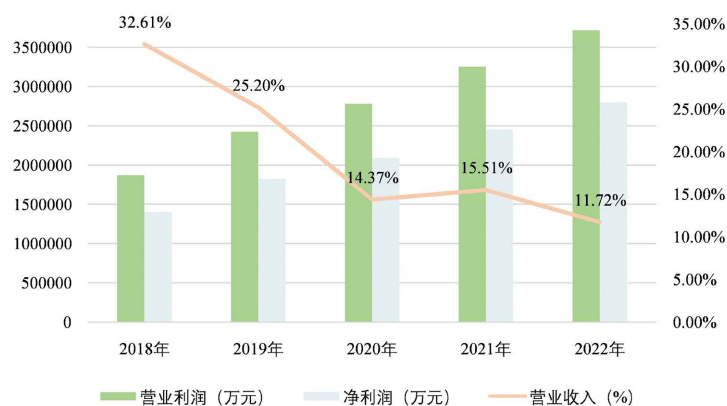


Figure 2. Changes in operating profit and net profit of Wuliangye

图 2. 五粮液营业利润和净利润变动图

从图 2 可以看出，五粮液近五年的营业收入呈现出缓慢增长态势，增速逐步放缓。但公司的营业利润和净利润确在稳步提升，五粮液的成长性还算不错。盈利成长性指标的同行业比较情况如表 10 所示。

Table 10. Comparison of growth indicators among the same industry (2022) (Unit: %)

表 10. 同行业间成长性指标比较表(2022 年) (单位: %)

指标	五粮液	古井贡酒	山西汾酒	泸州老窖	洋河股份
营业收入增长率	11.72	25.95	31.26	21.71	18.76
营业利润增长率	14.20	43.56	54.67	30.75	25.23
净利润增长率	14.18	36.96	51.34	31.16	24.98

表 10 显示，五粮液的成长性明显弱于其他四家公司，其成长性表现一般。

5. 前景分析

下面对五粮液的企业价值进行分析，并对其今后的发展提出相关建议。

5.1. 企业价值分析

截止 2022 年 12 月 31 日，五粮液的股票市价为每股 180.69 元，总市值为 4219.35 亿元，市盈率(TTM)为 26.94。综合来看，五粮液的财务状况和偿债能力较强，盈利能力和资产管理方面都较为出色，运营能力较好，成长性有待提高。证券之星网站给出的每股收益估值为 7.63~8.88 元，目前的市场估值属于合理区间。

5.2. 发展建议

白酒行业持续挤压式增长，存量竞争加速，呈现市场趋向集中、品牌与价格竞争白热化、产区规模化发展等现象。行业分化显著，资源不断向优势品牌、企业及产区汇聚，形成强者恒强局面。今后，我国白酒行业的发展具有高确定性，其主题和基调仍将是结构性增长，行业分化和行业集中度将进一步提高。对于五粮液来说，将面临巨大的机遇与挑战，一方面要在高端白酒领域取得成功，另一方面还要保住中低端市场，这是一个艰巨的任务。

五粮液需强化销售渠道布局，减少了对大经销商的依赖，以增强终端控制力。相比之下，贵州茅台通过县一级经销商布局，实现了更扁平化的销售网络，并多次开放经销权，吸引中小经销商。再者，五粮液应加大渠道建设投入，并借助“互联网+”、大数据、云计算等新技术探索新销售模式。同时五粮液还应深化市场耕耘[8]，随着“一带一路”等国际合作倡议的推进，中国传统文化产品将更受国际认可，五粮液应积极进军国际市场，推动中国传统文化产品的国际传播，成为享誉全球的知名品牌。

6. 结语

在哈佛分析框架的基础上，通过对五粮液企业的财务报表和企业运营状况的分析研究，发现五粮液虽然面对着前有豺狼，后有虎豹的竞争威胁，但是其依然是具有一定竞争力的。未来，五粮液应当更加注重销售渠道的建设、加大市场耕耘力度、聚焦品牌战略，实现可持续发展。

参考文献

- [1] 杨茜. 哈佛分析框架下的白酒企业经营状况分析及措施——以江苏 Y 白酒企业为例[J]. 企业科技与发展, 2022(12): 184-186.
- [2] 柏宗亮, 石哲哲. 五粮液集团偿债能力分析[J]. 合作经济与科技, 2023(21): 105-107.
- [3] 缪启军. 基于哈佛分析框架的清香白酒财务分析——以山西汾酒为例[J]. 中国管理信息化, 2024, 27(9): 10-16.
- [4] 王延才. 中国酒业协会第五届理事会工作报告(一)——2015-2019 年中国酿酒产业发展概况[J]. 酿酒科技, 2020(8): 17-27.
- [5] 彭悦. 战略管理会计在企业中的应用——以五粮液集团为例[J]. 广西质量监督导报, 2020(4): 185-186.
- [6] 李哲. 企业战略分析——以五粮液集团为例[J]. 商场现代化, 2021(21): 121-123.
- [7] 郑倩嫣. 五粮液 SWOT 分析[J]. 商场现代化, 2007(14): 124-125.
- [8] 温星宇. 五粮液财务报表分析——基于哈佛分析框架[J]. 中国商论, 2018(24): 125-126.