

五粮液 (000858.SZ)

报表质量提升，全年目标稳健，关注超预期潜力

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,209	73,969	84,176	95,119	107,009
增长率 yoy (%)	15.5	11.7	13.8	13.0	12.5
归母净利润(百万元)	23,377	26,691	30,831	35,627	41,256
增长率 yoy (%)	17.2	14.2	15.5	15.6	15.8
ROE (%)	24.2	24.0	24.1	23.6	22.8
EPS 最新摊薄(元)	6.02	6.88	7.94	9.18	10.63
P/E(倍)	28.4	24.8	21.5	18.6	16.1
P/B(倍)	6.7	5.8	5.1	4.4	3.6

资料来源: 长城证券产业金融研究院

事件: 4月28日, 五粮液发布《2022年年度报告》和《2023年一季度报告》, 2022年度公司实现营业收入739.69亿元, 同比增长11.72%; 实现归母净利润266.91亿元, 同比增长14.17%; 基本EPS 6.876元/股, 同比增长14.16%; 2023年一季度公司实现营业收入311.39亿元, 同比增长13.03%; 实现归母净利润125.42亿元, 同比增长15.89%; 基本EPS 3.231元/股, 同比增长15.89%。

疫情大考结束, 双位数增长顺利实现, 需求韧性亮眼。 22年公司整体销售毛利率小幅提升0.07pct至75.42%, 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.57/-0.23/+0.05/-0.12pct, 费用率优化使销售净利率同比提升0.79pct至37.81%。单四季度营收同比增长10.3%, 归母净利润增长10.8%, 毛利率同比降低1.90pct。

1) 分产品: 普五放量, 浓香优化。 五粮液产品收入同比增加12.67%, 销量同比增加12.21%, 毛利率同比上升0.97pct; 其他酒产品收入同比减少3.11%, 销量同比减少38.13%, 毛利率同比上升1.00pct。疫情影响下流通大单品需求韧性高, 普五动销出色, 出厂价有中个位数提高, 但经典五粮液放弃考核重培育, 五粮液产品吨价整体小幅提升0.4%。浓香公司优化产品结构, 向中高价位产品聚焦, 其他酒产品量减价增, 吨价大幅提升56.6%。

2) 分渠道: 直销占比突出。 经销模式收入同比增加7.19%, 直销模式收入同比增加13.00%, 由于专卖店调整至直销模式, 21年直销占比调整为38.8%, 22年提高1.26pct至40.1%。在行业进入挤压式增长的新阶段, 销售重心从渠道向消费者转移, 公司加快推进智慧门店2.0建设, 提升消费终端服务能力, 进一步将专卖店作为直接服务C端客户的核心阵地, 前瞻布局, 直销占比居行业前沿。公司全年增加专卖店数量85家, 其中华东优势地区增加32家。经销商队伍亦加速扩张, 经销商数量全年增加488家至3144家, 其中五粮液/五粮浓香分别增加435/53家(有重叠)。

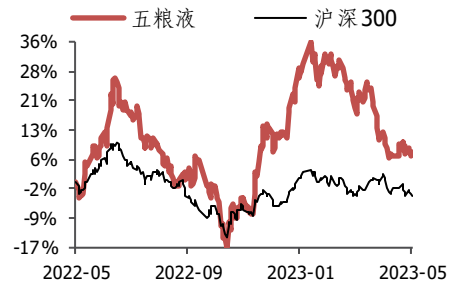
3) 分区域: 基本盘稳中有升。 22年公司在所有区域均实现增长, 其中西部地区实现26.85%增长; 另一主要市场东部区域前两年增长迅速, 年内受疫情影响较大, 仍保持增长1.08%。22年公司实施“总部抓总、大区主战”营销策略, 21个营销战区调整为26个营销大区, 市场反应更迅速、策略更精

买入 (维持评级)

股票信息

行业	食品饮料
2023年5月19日收盘价(元)	170.80
总市值(百万元)	662,978.65
流通市值(百万元)	662,964.62
总股本(百万股)	3,881.61
流通股本(百万股)	3,881.53
近3月日均成交额(百万元)	2,746.43

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com

联系人 卢潇航

执业证书编号: S1070121100003

邮箱: luxiaohang@cgws.com

相关研究

- 《顺势而为, 乘势而上一五粮液(000858)公司动态点评》2023-02-17
- 《五粮液已至底部区间, 低位蓄势, 坚定看好一五粮液(000858)公司动态点评》2022-10-13
- 《整体符合预期, 低点平稳度过, 坚持长期正确一五粮液(000858)公司动态点评》2022-09-01

准、服务更贴心，在疫情压力下，维持全国盘面稳固，区域贡献高光，实现开瓶扫码的双位数提升，全国化进一步提升。

一季度修复情况乐观，现金流及合同负债大幅好转。按春节农历同比口径，五粮液产品发货量和动销量均同比实现增长两位数，结合去年年底至今年的特殊情况，以及春节期间动销的良好反馈，认为一季度实际修复情况乐观。一季报经营性现金流表现大幅好转，主要系消费逐步复苏现金回款比例提高及银行承兑汇票到期，叠加去年基数综合影响所致。一季度合同负债同比增长 53.5%达到同期最高水平。

23 年设定目标稳健，达成确定性高，关注超预期潜力。23 年发展目标与上年相同，营收两位数增长，但行业整体环境好于 22 年，主要是消费场景修复确定，高端酒需求韧性在疫情中已经得到验证。二季度进入淡季，主要以消化库存为主，批价压力尚存，预计下半年将逐渐好转；经济复苏强度波动影响预期，趋势仍然确定，下半年随着三季度旺季到来，公司在春季营销工作会议上提出“顺势而为、乘势而上”和“切实转化为市场份额和价格优势”将有望逐渐得到体现。

投资建议：23 年白酒行业将有望在拉经济、扩内需的工作定调，以及疫情防控结束后场景和需求回升的带动下迎来拐点，五粮液作为行业晴雨表有望顺势而为率先驶入快车道，并且乘势而上在动销、批价、产品结构等方面强化优化。公司围绕“三性一度”、“三个聚焦”原则，坚持稳中求进，以高质量的市场份额提升为核心，发展向好，新班子锐意进取，有效率、有信心，新一轮国企改革呼之欲出，看好五粮液改革潜力。我们预测公司 2023-2025 年 EPS 为 7.94、9.18、10.63 元/股，对应当前股价 PE 分别为 21.5x、18.6x、16.1x，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复风险；消费修复不及预期；价格走势不及预期；食品安全问题；市场波动风险；消费税政策可能发生变化。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	122138	137566	154863	179694	210949
现金	82336	92358	103980	119096	139847
应收票据及应收账款	23923	156	181	224	252
其他应收款	26	31	25	38	33
预付账款	196	136	285	259	276
存货	14015	15981	18391	22078	24540
其他流动资产	1642	28904	32000	38000	46000
非流动资产	13483	15246	16181	16948	17674
长期股权投资	1911	1986	2150	2315	2479
固定资产	5612	5313	6686	7837	8822
无形资产	556	519	508	498	491
其他非流动资产	5403	7428	6837	6299	5882
资产总计	135621	152812	171044	196642	228623
流动负债	33616	35759	36367	38221	38627
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6276	8135	8364	8758	8681
其他流动负债	27340	27624	28004	29464	29946
非流动负债	613	366	360	350	330
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	613	366	360	350	330
负债合计	34229	36125	36727	38571	38957
少数股东权益	2323	2659	4138	5850	7834
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	92504	107464	123259	141322	162085
归属母公司股东权益	99068	114028	130179	152220	181832
负债和股东权益	135621	152812	171044	196642	228623

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	26775	24431	25266	26924	30182
净利润	24507	27971	32310	37340	43240
折旧摊销	523	577	550	695	838
财务费用	-1732	-2026	-2843	-3244	-3782
投资损失	-97	-93	-94	-94	-95
营运资金变动	1547	-4119	-4692	-7863	-10099
其他经营现金流	2027	2122	36	90	81
投资活动现金流	-1497	-1716	-1430	-1467	-1569
资本支出	1539	1781	1366	1458	1580
长期投资	-6	-6	-164	-164	-165
其他投资现金流	48	70	100	155	176
筹资活动现金流	-11269	-13105	-12214	-10341	-7863
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-11269	-13105	-12214	-10341	-7863
现金净增加额	14008	9609	11622	15116	20751

资料来源: 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	66209	73969	84176	95119	107009
营业成本	16319	18178	20623	22258	23542
营业税金及附加	9790	10749	12073	13739	15544
销售费用	6504	6844	7913	8846	9898
管理费用	2900	3068	3535	3947	4387
研发费用	177	236	253	285	321
财务费用	-1732	-2026	-2843	-3244	-3782
资产和信用减值损失	-10	-28	-1	-1	-1
其他收益	216	187	181	186	192
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	97	93	94	94	95
资产处置收益	-2	3	1	1	1
营业利润	32552	37174	42898	49568	57385
营业外收入	52	39	40	43	44
营业外支出	154	110	156	152	143
利润总额	32450	37104	42783	49459	57285
所得税	7943	9133	10473	12119	14046
净利润	24507	27971	32310	37340	43240
少数股东损益	1130	1280	1478	1713	1984
归属母公司净利润	23377	26691	30831	35627	41256
EBITDA	31241	35653	40490	46910	54341
EPS (元/股)	6.02	6.88	7.94	9.18	10.63

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	15.5	11.7	13.8	13.0	12.5
营业利润 (%)	17.0	14.2	15.4	15.5	15.8
归属母公司净利润 (%)	17.2	14.2	15.5	15.6	15.8
获利能力					
毛利率 (%)	75.4	75.4	75.5	76.6	78.0
净利率 (%)	37.0	37.8	38.4	39.3	40.4
ROE (%)	24.2	24.0	24.1	23.6	22.8
ROIC (%)	23.3	23.1	23.1	22.9	22.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.2	23.6	21.5	19.6	17.0
净负债比率 (%)	-80.6	-78.6	-77.2	-75.2	-73.6
流动比率	3.6	3.8	4.3	4.7	5.5
速动比率	3.2	3.4	3.7	4.1	4.8
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	1252.9	1481.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.7	2.9	5.7	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	6.02	6.88	7.94	9.18	10.63
每股经营现金流 (最新摊薄)	6.90	6.29	6.51	6.94	7.78
每股净资产 (最新摊薄)	25.52	29.38	33.54	39.22	46.84
估值比率					
P/E	28.4	24.8	21.5	18.6	16.1
P/B	6.7	5.8	5.1	4.4	3.6
EV/EBITDA	18.7	16.1	13.9	11.7	9.8

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686