

五粮液 (000858.SZ)

自信开放，稳健向好，股东大会反馈积极

| 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) | 28.2 | 24.7 | 21.4 | 18.5 | 16.0 |
| P/B(倍) | 6.7 | 5.8 | 5.1 | 4.3 | 3.6 |

资料来源: 长城证券产业金融研究院

事件: 5月26日上午, 五粮液股份公司2022年度股东大会举行。

大会整体呈现自信且开放的态度, 公司在“三期叠加期”下显示强劲增长势能。

会上, 曾董事长做了精彩演讲, 对发展成效、经营底气、战略目标和规划部署进行了具体阐释, 持续保持战略定力, 塑造“中国酒王”新形象。管理层正面回答投资者关切问题, 展现出经营向好的自信和直面问题的开放姿态。

2022年, 五粮液实现了“两个7”和“两个1”, 即营业收入739.7亿元, 跨过700亿台阶; 连续7年营业收入、利润总额保持两位数稳健增长, 行业唯一。同时, 五粮液营业收入连续3年每年迈上一个百亿台阶; 现金分红连续3年超过一百亿元。

2022年, 五粮液在国家发改委发布的《关于印发国家企业技术中心2021年评价结果的通知》中, 以82.3分位列白酒行业第一; 在世界品牌实验室《中国500最具价值品牌》榜单中以3646.19亿元荣获“2022年度最佳表现品牌”。

产能上, 坚持加强优质产能建设和提高五粮液名酒率两条腿走路, 确保与高端白酒市场扩容相匹配, 加快实施345高质量倍增工程, 今年确保10万吨生态酿酒一期项目2万吨建成投窖。2022年五粮液名酒率实现历史最好水平, 特级酒产量达到2001年以来最好水平。

产品上, 公司将持续完善“1+3”产品矩阵, 巩固提升第八代五粮液千元价位带核心大单品, 坚持经典五粮液的核心产略产品地位, 牢固树立501五粮液价值标杆, 加大高端个性化文化酒产品开发力度, 着力提升五粮液·紫气东来、生肖系列酒、陈年五粮液的影响力。浓香公司将聚焦战略大单品打造, 持续清理低质低效产品品牌, 持续向中高价位聚焦、自营品牌聚焦、优势品牌聚焦。

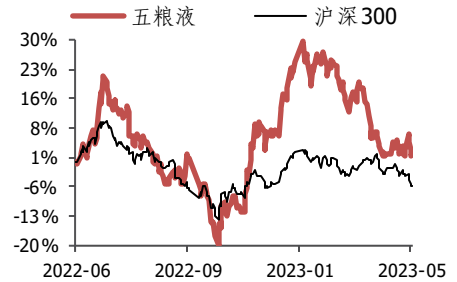
渠道上, 公司将持续优化传统经销商结构, 大力推进直营渠道建设, 加强新兴创新渠道建设。强调提高传统渠道的精准投放, 减少八代五粮液低质量投放, 实现“三收缩三确保”, 实现投放量与需求和能力的匹配, 通过帮扶帮助

买入 (维持评级)

股票信息

| | |
|------------------|------------|
| 行业 | 食品饮料 |
| 2023年5月26日收盘价(元) | 170.10 |
| 总市值(百万元) | 660,261.52 |
| 流通市值(百万元) | 660,247.56 |
| 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) | 2,723.63 |

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cqws.com

联系人 卢潇航

执业证书编号: S1070121100003

邮箱: luxiaohang@cqws.com

相关研究

- 《报表质量提升, 全年目标稳健, 关注超预期潜力》2023-05-25
- 《顺势而为, 乘势而上——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

经销商做优，提升优质经销商的收益，形成良性循环。推出终端形象店、五粮液专卖店、文化体验店、五粮液酒家的“三店一家”，专卖店要完成第五代建设，空白市场新增 300 家专卖店。

作为高端白酒的头部品牌，公司有望持续受益于多重利好的“三期叠加期”，即宏观向好的发展窗口期、政策加码的战略机遇期、行业集中的结构红利期，未来发展值得期待。今年以来，五粮液动销保持强劲增长势能，为行业整体复苏提供表征。

高端白酒市场持续向好，目标群体规模大且发展稳定，供需整体偏紧，具备扩容基础。 1) 我国拥有超过 4 亿人的全球规模最大、增长稳定的中等收入群体，高净值家庭数量达到 211 万户，高端白酒需求持续增加；2) 少喝酒、喝好酒的消费趋势出现；3) 高端白酒整体偏紧，在白酒总产量中仍占比很小。中国经济持续向好趋势和消费者对美好生活的愿望不会改变，高端酒市场具备扩容基础。

动销爆发式增长，恢复超预期，批价展望积极。 五粮液动销从元春开始持续爆发式增长，据酒业家，全国 26 个营销大区第八代五粮液的销售都实现了两位数的增长，很多大区甚至实现了 20% 以上的增长。五一期间，公司线下销售基本是去年同期的 1 倍，线上销售基本是去年同期的 1.5 倍，均超出预期。五粮浓香元春创历史最高记录，五月旺季继续打破纪录，单日开平扫码最高超过 10 万瓶，创历史新高。公司副总经理刘洋表示，有信心通过多措施并举，很快实现顺价。

针对消费场景和消费者需求挖潜，推广文化酒、高价值创意酒提高吨价水平。 公司着力把 1618 五粮液打造为千元价格带第一宴席品牌，着力提升 39 度五粮液主销产区的市场份额，低度五粮液全国开展红包扫码活动取得良好效果，春糖亮相的“紫气东来”即将推向市场，打造低度酒的“珠穆朗玛”；针对礼赠场景和收藏产品，公司将加快开发节庆定制产品，优化礼盒产品投放，做好文化酒开发和运营，高标准做好 2023 “五粮液家有老酒”全国巡展活动。

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 21.4x、18.5x、16.0x，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 | 28.2 | 24.7 | 21.4 | 18.5 | 16.0 |
| P/B | 6.7 | 5.8 | 5.1 | 4.3 | 3.6 |
| EV/EBITDA | 18.6 | 16.0 | 13.8 | 11.7 | 9.7 |

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