

盈利稳步提升，浓香龙头行稳致远

核心观点

- 公司发布 2022 年年报、2023 年一季报，22 年实现营收 739.7 亿元（yoy+11.7%）、归母净利润 266.9 亿元（yoy+14.2%），达成 22 年目标。23Q1 实现营收 311.4 亿元（yoy+13.0%）、归母净利润 125.4 亿元（yoy+15.9%）。
- **五粮液系列量价齐升，中部区域贡献高增速。**分产品，22 年公司五粮液产品实现收入 553.4 亿元（yoy+12.7%），系列酒产品实现收入 122.3 亿元（yoy-3.1%）；五粮液收入占比提升 2.3pct 至 81.9%。量价拆分，五粮液产品销量为 3.3 万吨（yoy+12.2%），吨价为 168.9 万元/吨（yoy+0.4%）；系列酒产品销量 9.4 万吨（yoy-38.1%），吨价 13.0 万元/吨（yoy+56.6%），主要系 2022 年度五粮浓香公司优化产品结构，向中高价位产品聚焦；2021 年度低价位产品销量基数高。分地区，22 年公司东部、南部、西部、北部、中部收入分别同比增长 1.1%、0.7%、26.9%、11.7%、1.2%，西部增长较快，预计基地市场四川贡献较高增量。22 年末，公司东部、南部、西部、北部、中部经销商数量分别较 22H1 末增加 27、17、18、10、13 家，浓香经销商数量增加 44 家，招商继续推进。22 年末，公司东部、南部、西部、北部、中部门店数量分别较 22H1 末增加 32、19、-5、20、19 家，门店继续扩张。23Q1 末，公司合同负债为 55.4 亿元，同比增长 53.5%。
- **费用率被摊薄，盈利稳步提升。**22 年，公司毛利率为 75.4%（yoy+0.1pct），销售、管理费用率分别下滑 0.6pct、0.2pct，收入增长摊薄费用率。23Q1，公司毛利率为 78.4%（yoy-0.0pct），销售费用率同比下滑 0.6pct。综合，22 年净利率为 37.8%（yoy+0.8pct），23Q1 净利率为 42.1%（yoy+0.8pct），盈利水平提升。
- **推动结构持续上移，营销变革促进扁平化。**公司 22 年清理 12 个品牌，优化八代、低度五粮液包装设计，持续优化产品结构。公司年内进行营销变革，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，有望加强市场掌控力。公司 23 年目标为收入两位数增长，预计达成概率较高。

盈利预测与投资建议

- 上调 23、24 年收入，下调 23、24 年毛利率、费用率。我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 7.85、8.98、10.18 元（原预测 23-24 年为 7.97、9.10 元）。结合可比公司估值，给予 23 年 27 倍 PE，对应目标价 211.95 元，维持买入评级。

风险提示：渠道利润弱化、价格不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,209	73,969	84,917	96,241	107,424
同比增长(%)	15.5%	11.7%	14.8%	13.3%	11.6%
营业利润(百万元)	32,552	37,174	42,457	48,535	55,029
同比增长(%)	17.0%	14.2%	14.2%	14.3%	13.4%
归属母公司净利润(百万元)	23,377	26,691	30,465	34,847	39,520
同比增长(%)	17.2%	14.2%	14.1%	14.4%	13.4%
每股收益(元)	6.02	6.88	7.85	8.98	10.18
毛利率(%)	75.4%	75.4%	75.3%	75.4%	75.7%
净利率(%)	35.3%	36.1%	35.9%	36.2%	36.8%
净资产收益率(%)	25.3%	25.1%	23.6%	21.5%	19.8%
市盈率	28.8	25.3	22.1	19.3	17.1
市净率	6.8	5.9	4.7	3.8	3.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年05月05日）	173.71 元
目标价格	211.95 元
52 周最高价/最低价	219.89/132.33 元
总股本/流通 A 股（万股）	388,161/388,153
A 股市值（百万元）	674,274
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 05 月 05 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.79	-11.44	-17.28	9.19
相对表现	3.09	-9.34	-14.27	9.02
沪深 300	-0.3	-2.1	-3.01	0.17



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

相关报告

三季度增速超预期，浓香龙头底蕴凸显	2022-10-28
疫情下二季度稳定增长，浓香龙头行稳致远	2022-08-25
一季度业绩开门红，普五批价稳步上行	2022-04-29

投资建议

考虑到疫情后白酒消费场景逐渐恢复，上调 23、24 年收入；根据 22 年基数，下调 23、24 年毛利率、费用率。我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 7.85、8.98、10.18 元（原预测 23-24 年为 7.97、9.10 元）。结合可比公司估值，给予 23 年 27 倍 PE，对应目标价 211.95 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
贵州茅台	600519	1750.00	58.75	68.44	79.23	29.79	25.57	22.09
泸州老窖	000568	223.79	8.81	10.82	13.19	25.39	20.68	16.97
山西汾酒	600809	240.40	8.50	10.71	13.27	28.30	22.45	18.12
古井贡酒	000596	299.25	7.88	9.95	12.61	37.96	30.07	23.74
水井坊	600779	62.88	2.77	3.34	3.84	22.68	18.82	16.36
洋河股份	002304	147.86	7.52	8.95	10.49	19.67	16.53	14.09
调整后平均						27	22	18

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

风险提示

- **渠道利润弱化风险。**五粮液对标茅台同为一线名酒，但在出厂价持续上行而终端价不温不火的情况下，经销商盈利情况显著低于竞品。如果渠道利润弱化，可能对渠道推力和一批商、终端商销售意愿产生负面影响。
- **价格不及预期风险。**公司采取控量挺价政策减少供应量调整市场供求关系，从而实现价格的稳定上扬。如果公司在控量保价方面不及预期，可能会对公司品牌力及当期收入利润造成负面影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能会对公司的销量及业绩造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	82,336	92,358	111,393	161,633	190,285	营业收入	66,209	73,969	84,917	96,241	107,424
应收票据、账款及款项融资	25,565	29,060	42,637	29,574	43,051	营业成本	16,319	18,178	20,980	23,716	26,082
预付账款	196	136	156	177	197	营业税金及附加	9,790	10,749	12,313	13,955	15,577
存货	14,015	15,981	18,444	20,848	22,929	营业费用	6,504	6,844	7,857	8,968	10,010
其他	26	31	35	40	45	管理费用及研发费用	3,077	3,304	3,793	4,299	4,798
流动资产合计	122,138	137,566	172,665	212,273	256,506	财务费用	(1,732)	(2,026)	(2,230)	(3,003)	(3,871)
长期股权投资	1,911	1,986	1,986	1,986	1,986	资产、信用减值损失	10	28	17	18	21
固定资产	5,608	5,311	7,013	7,735	7,974	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2,644	3,771	1,991	1,116	679	投资净收益	97	93	94	95	94
无形资产	556	519	484	449	415	其他	214	190	176	151	127
其他	2,764	3,562	3,216	3,436	3,783	营业利润	32,552	37,174	42,457	48,535	55,029
非流动资产合计	13,483	15,149	14,690	14,722	14,837	营业外收入	52	39	44	45	43
资产总计	135,621	152,715	187,355	226,995	271,343	营业外支出	154	110	151	138	133
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	32,450	37,104	42,350	48,442	54,938
应付票据及应付账款	6,276	8,135	9,388	10,613	11,672	所得税	7,943	9,133	10,424	11,924	13,523
其他	27,340	27,624	29,083	30,981	32,855	净利润	24,507	27,971	31,926	36,518	41,416
流动负债合计	33,616	35,759	38,472	41,594	44,527	少数股东损益	1,130	1,280	1,461	1,671	1,895
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	23,377	26,691	30,465	34,847	39,520
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	6.02	6.88	7.85	8.98	10.18
其他	613	271	273	273	273						
非流动负债合计	613	271	273	273	273	主要财务比率					
负债合计	34,229	36,031	38,745	41,867	44,799		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	2,323	2,659	4,120	5,791	7,686	成长能力					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	营业收入	15.5%	11.7%	14.8%	13.3%	11.6%
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683	营业利润	17.0%	14.2%	14.2%	14.3%	13.4%
留存收益	92,504	107,461	137,926	172,773	212,293	归属于母公司净利润	17.2%	14.2%	14.1%	14.4%	13.4%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	101,392	116,684	148,610	185,128	226,544	毛利率	75.4%	75.4%	75.3%	75.4%	75.7%
负债和股东权益总计	135,621	152,715	187,355	226,995	271,343	净利率	35.3%	36.1%	35.9%	36.2%	36.8%
						ROE	25.3%	25.1%	23.6%	21.5%	19.8%
						ROIC	24.6%	24.2%	22.8%	20.6%	18.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	25.2%	23.6%	20.7%	18.4%	16.5%
净利润	24,507	27,971	31,926	36,518	41,416	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	293	45	423	501	488	流动比率	3.63	3.85	4.49	5.10	5.76
财务费用	(1,732)	(2,026)	(2,230)	(3,003)	(3,871)	速动比率	3.21	3.40	4.01	4.60	5.25
投资损失	(97)	(93)	(94)	(95)	(94)	营运能力					
营运资金变动	1,718	(3,197)	(12,977)	13,755	(12,649)	应收账款周转率	1,252.9	1,481.1	2,215.5	2,202.3	2,186.5
其它	2,086	1,732	249	(292)	(362)	存货周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
经营活动现金流	26,775	24,431	17,298	47,384	24,927	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
资本支出	(1,259)	(722)	(212)	(241)	(241)	每股指标(元)					
长期投资	(61)	(75)	0	0	0	每股收益	6.02	6.88	7.85	8.98	10.18
其他	(176)	(919)	94	95	94	每股经营现金流	6.90	6.29	4.46	12.21	6.42
投资活动现金流	(1,497)	(1,716)	(118)	(146)	(147)	每股净资产	25.52	29.38	37.22	46.20	56.38
债权融资	360	(9)	(376)	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	28.8	25.3	22.1	19.3	17.1
其他	(11,629)	(13,097)	2,230	3,003	3,871	市净率	6.8	5.9	4.7	3.8	3.1
筹资活动现金流	(11,269)	(13,105)	1,854	3,003	3,871	EV/EBITDA	18.4	16.3	14.1	12.5	11.1
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.6	16.3	14.3	12.6	11.2
现金净增加额	14,008	9,609	19,034	50,241	28,651						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。