

稳中有进显信心，高质发展谱新章

华泰研究

2023年5月28日 | 中国内地

动态点评

饮料

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

241.50

研究员 龚源月
SAC No. S0570520100001 gongyuanyue@htsc.com
SFC No. BQL737 + (86) 21 2897 2228

研究员 张墨
SAC No. S0570521040001 zhangmo@htsc.com
SFC No. BQM965 + (86) 21 2897 2228

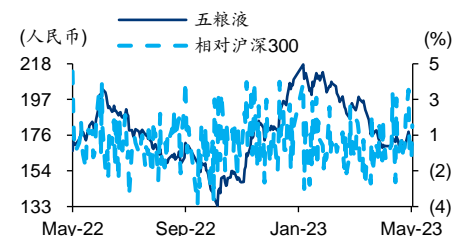
华泰证券 2023 年中期投资峰会



基本数据

目标价(人民币)	241.50
收盘价(人民币 截至5月26日)	170.10
市值(人民币百万)	660,262
6个月平均日成交额(人民币百万)	3,546
52周价格范围(人民币)	133.50-217.60
BVPS(人民币)	32.61

股价走势图



资料来源: Wind

稳中有进显信心，高质发展谱新章

5.26日公司召开2022年度股东大会，会上公司就22年经营情况及未来发展战略规划等展开了积极交流，展现开放自信态度，有望提振市场信心。公司经营业绩保持持续稳健增长的同时在产品品质、市场氛围、品牌影响力等均有显著提升。23年公司将继续保持战略定力，深入实施“135”发展战略，即锚定“2118”发展目标，大力推进品质品牌、营销创新、高质量倍增三大工程，持续完善“1+3”产品矩阵，深化推进营销、渠道、组织架构改革。外部环境改善及全面深化改革下我们看好五粮液作为高端浓香龙头酒企价值回归，我们预计23-25年EPS 8.05/9.37/10.89元，参考可比23年平均PE 30x (Wind一致预期)，给予23年30x PE，目标价241.50元，“买入”。

着力完善产品结构，持续深化营销改革

产品端，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及经典五粮液核心战略产品地位，针对性推出限量定制版经典系列产品；牢固树立501五粮液价值标杆，做好申购工作；加大高端个性化文化酒开发力度，文化酒目标持续稳健增长、推进结构性优化，提升紫气东来、生肖酒、五粮液老酒影响力。营销端，公司将深入实施“总部抓总、大区主战”策略，目标大区主战更加高效、费用投入更加优化、营销团队更加有力。此外，品牌文化传播上，公司将进一步用好重要高端平台、重要品牌活动、重要宣传媒体，加快构建以“和美”为核心的品牌文化表达体系。

渠道建设持续拓展，市场管理深度强化

渠道端，公司将持续优化传统经销商结构，强化优质经销商稀缺性、提升优质经销商收益；大力推进终端形象店、专卖店、文化体验店等直营渠道建设，加快建成千企直销网络团购渠道，加强抖音、天猫、快手等新兴渠道建设。今年以来公司26个大区整体动销增长良性，五一期间线下/线上动销同比实现高增，开瓶率高、库存健康。市场端，公司力求做到“三收缩三确保”，即收缩低质量销售配额、确保经销商计划量与其真实动销能力相匹配，收缩低质量销售区域、确保区域市场计划量与本地市场需求相匹配，收缩低质量经销权、确保产品稀缺性与经销商综合实力相匹配。

战略清晰、定力十足，维持“买入”评级

公司经营战略规划清晰，定力十足，营销、渠道、市场改革继续深化，当前估值性价比突出，期待浓香龙头市场价值回归，维持盈利预测，预计23-25年EPS 8.05/9.37/10.89元，目标价241.50元，“买入”。

风险提示：经济增长不及预期，竞争加剧，结构优化不及预期，食品安全。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	66,209	73,969	85,153	97,956	112,544
+/-%	15.51	11.72	15.12	15.04	14.89
归属母公司净利润(人民币百万)	23,377	26,691	31,259	36,384	42,263
+/-%	17.15	14.17	17.12	16.39	16.16
EPS(人民币,最新摊薄)	6.02	6.88	8.05	9.37	10.89
ROE(%)	24.17	23.97	21.92	20.33	19.10
PE(倍)	28.24	24.74	21.12	18.15	15.62
PB(倍)	6.66	5.79	4.54	3.63	2.95
EV EBITDA(倍)	18.37	15.83	13.53	10.41	8.69

资料来源:公司公告、华泰研究预测

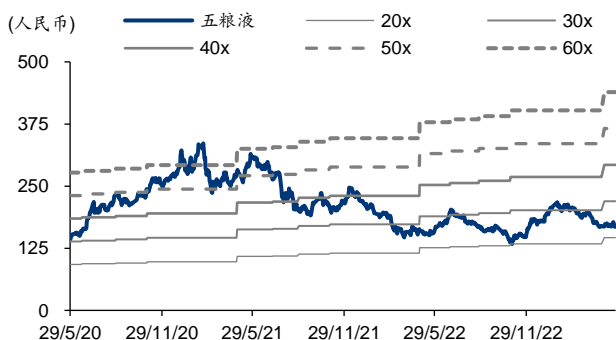
图表1: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)	PE (倍)					EPS (元)				23-25 净利润 CAGR
			2023/05/28	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
贵州茅台	600519 CH	2,123,678	34	31	25	21	49.74	58.76	68.45	79.23	17%	
山西汾酒	600809 CH	265,171	34	28	20	16	6.47	8.51	10.71	13.31	27%	
古井贡酒	000596 CH	138,895	46	35	26	21	5.73	8.01	10.14	12.74	30%	
泸州老窖	000568 CH	315,197	31	26	20	16	6.95	8.88	10.91	13.25	24%	
平均值		710,735	36	30	23	19	17.22	21.04	25.05	29.63	25%	
中间值		290,184	34	29	22	18	6.71	8.69	10.81	13.28	26%	
五粮液	000858 CH	660,262	25	21	18	16	6.88	8.05	9.37	10.89	17%	

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

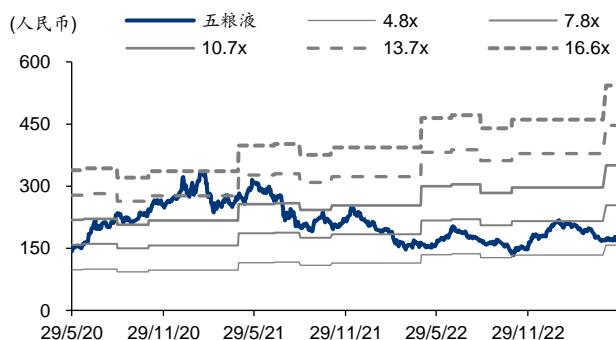
资料来源: Wind、华泰研究预测

图表2: 五粮液 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 五粮液 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	122,138	137,566	173,438	215,500	264,218
现金	82,336	92,358	99,338	161,834	180,728
应收账款	64.19	35.69	79.30	52.97	98.99
其他应收账款	26.29	30.90	34.94	40.80	46.21
预付账款	195.65	135.98	245.80	193.38	311.20
存货	14,015	15,981	17,351	20,204	21,915
其他流动资产	25,501	29,024	56,389	33,175	61,118
非流动资产	13,483	15,149	16,316	17,532	18,723
长期投资	1,911	1,986	2,253	2,561	2,739
固定投资	5,608	5,311	7,607	9,331	10,732
无形资产	556.40	518.52	511.22	500.41	490.06
其他非流动资产	5,408	7,333	5,944	5,139	4,762
资产总计	135,621	152,715	189,754	233,033	282,941
流动负债	33,616	35,759	40,040	45,190	50,809
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	5,404	7,247	6,811	9,028	8,735
其他流动负债	28,212	28,512	33,229	36,162	42,074
非流动负债	613.33	271.39	271.39	271.39	271.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	613.33	271.39	271.39	271.39	271.39
负债合计	34,229	36,031	40,311	45,462	51,080
少数股东权益	2,323	2,659	4,158	5,903	7,930
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683
留存公积	92,504	107,461	140,219	178,347	222,637
归属母公司股东权益	99,068	114,025	145,284	181,668	223,930
负债和股东权益	135,621	152,715	189,754	233,033	282,941

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	26,775	24,431	6,552	61,330	17,251
净利润	24,507	27,971	32,758	38,129	44,289
折旧摊销	917.01	965.19	486.28	499.04	512.87
财务费用	(1,732)	(2,026)	(2,455)	(2,883)	(3,346)
投资损失	(97.35)	(92.57)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1,547	(4,119)	(24,235)	25,587	(24,203)
其他经营现金	1,633	1,734	(1.66)	(1.90)	(2.19)
投资活动现金	(1,497)	(1,716)	(1,653)	(1,716)	(1,704)
资本支出	(1,539)	(1,781)	(1,489)	(1,679)	(1,888)
长期投资	(5.63)	(5.63)	(266.73)	(307.83)	(177.74)
其他投资现金	47.90	69.71	103.22	271.30	362.01
筹资活动现金	(11,269)	(13,105)	2,080	2,883	3,346
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(11,269)	(13,105)	2,080	2,883	3,346
现金净增加额	14,008	9,609	6,979	62,497	18,894

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	66,209	73,969	85,153	97,956	112,544
营业成本	16,319	18,178	20,200	22,760	25,526
营业税金及附加	9,790	10,749	12,374	14,235	16,467
营业费用	6,504	6,844	7,794	8,966	10,301
管理费用	2,900	3,068	3,489	4,014	4,612
财务费用	(1,732)	(2,026)	(2,455)	(2,883)	(3,346)
资产减值损失	(7.53)	(26.21)	(30.17)	(34.71)	(39.87)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	97.35	92.57	0.00	0.00	0.00
营业利润	32,552	37,174	43,664	50,767	58,875
营业外收入	52.10	38.89	38.69	38.69	38.69
营业外支出	154.12	109.79	249.00	227.00	163.00
利润总额	32,450	37,104	43,454	50,578	58,751
所得税	7,943	9,133	10,696	12,450	14,461
净利润	24,507	27,971	32,758	38,129	44,289
少数股东损益	1,130	1,280	1,499	1,745	2,027
归属母公司净利润	23,377	26,691	31,259	36,384	42,263
EBITDA	31,614	36,094	41,781	48,481	56,151
EPS (人民币, 基本)	6.02	6.88	8.05	9.37	10.89

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	15.51	11.72	15.12	15.04	14.89
营业利润	16.98	14.20	17.46	16.27	15.97
归属母公司净利润	17.15	14.17	17.12	16.39	16.16
获利能力 (%)					
毛利率	75.35	75.42	76.28	76.77	77.32
净利率	37.02	37.81	38.47	38.92	39.35
ROE	24.17	23.97	21.92	20.33	19.10
ROIC	152.37	136.98	72.45	218.56	105.54
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.24	23.59	21.24	19.51	18.05
净负债比率 (%)	(80.60)	(78.61)	(66.30)	(86.14)	(77.84)
流动比率	3.63	3.85	4.33	4.77	5.20
速动比率	3.21	3.40	3.89	4.32	4.76
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.51	0.50	0.46	0.44
应收账款周转率	1,253	1,481	1,481	1,481	1,481
应付账款周转率	3.71	2.87	2.87	2.87	2.87
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	6.02	6.88	8.05	9.37	10.89
每股经营现金流(最新摊薄)	6.90	6.29	1.69	15.80	4.44
每股净资产(最新摊薄)	25.52	29.38	37.43	46.80	57.69
估值比率					
PE (倍)	28.24	24.74	21.12	18.15	15.62
PB (倍)	6.66	5.79	4.54	3.63	2.95
EV EBITDA (倍)	18.37	15.83	13.53	10.41	8.69

免责声明

分析师声明

本人, 龚源月、张墨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、张墨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司