

五粮液 (000858)

22 年年报及 23Q1 季报业绩点评：业绩符合预期，稳中有进韧性强

买入 (维持)

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

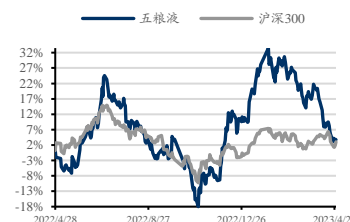
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	73,969	85,424	96,420	108,547
同比	12%	15%	13%	13%
归属母公司净利润 (百万元)	26,691	31,623	36,367	41,332
同比	14%	18%	15%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	6.88	8.15	9.37	10.65
P/E (现价&最新股本摊薄)	24.58	20.74	18.04	15.87

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件**：2022 年公司实现总营收 739.69 亿元，同比+11.72%，归母净利润 266.91 亿元，同比+14.17%。23Q1 公司实现总营收 311.39 亿元，同比+13.03%，归母净利润 125.42 亿元，同比+15.89%，业绩符合预期。
- **22 年圆满收官，盈利能力稳步提升**。22 年酒类业务收入 675.6 亿元，同比+9.45%，其中五粮液收入 553.4 亿元，同比+13%，其中量+12%，价+0.4%，系列酒收入 122.3 亿元，同比+61%，其中量同比-38%，价同比+56.6%，分区域看，东/西/中部营收 190/215/111 亿元，同比+1%/27%/1%，截至 22 年有五粮液经销商 2489 家，单个经销商销售额 2223 万元，同比-7%；系列酒经销商 655 家，单个经销商销售额 1867 万元，同比-11%。截至 22 年合同负债 123.8 亿元，同比-5.2%，应收票据 1.2 亿元，同比-100%，侧面反映实际回款质量明显提升，销售收现 818 亿元，同比+1%，经营性现金流净额 244 亿元，同比-8.8%。毛利率 75.42%/同比+0.07pct，酒类毛利率 81.88%，同比+1.6pct，销售/管理费用率为 9.3%/4.2%，同比-0.57pct/-0.3pct，销售净利率 37.81%，同比+0.79pct，盈利能力稳步提升。
- **23 年稳定开局，实际动销反馈积极**。23Q1 营收同比+13%，归母净利润同比+16%，符合市场预期，盈利能力方面，毛利率 78.39%，同比基本持平，销售/管理费用率分别-0.6pct/0.04pct 至 6.8%/3.5%，费控效果良好推动净利率同比+0.81pct 至 42.09%。公司反馈春节期间整体动销实现双位数增长，普五动销持续表现，业绩韧性强。
- **稳中求进，高质量发展规划清晰**。22 年普五动销表现优秀，23 年轻装上阵；短期淡季动销较弱，公司持续加强市场查价、部分控货，五粮液整体批价较为稳定在 940-950 元之间。公司明确表示坚持八代五粮液动态减量、坚持计划量稀缺性及合同执行严肃性、传统渠道不增量，更多向差异化规格装和个性化产品倾斜投放，产品矩阵投放思路清晰，随着全面复苏的推动，渠道利益链条有望逐步回到正循环的轨道中。长期来看五粮液品牌稀缺性及成长性兼具，当前低估值也有较好的安全支撑，长期相对收益确定性更高。
- **盈利预测与投资评级**：公司 23 年稳中求进，我们调整 23 年-25 年归母净利润 316、364、413 亿元(此前预测 23-24 为 324、376 亿元)，同比+18%/15%/14% (此前预测 23-24 年为 19%、16%)，当前市值对应 PE 分别为 21/18/16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：宏观经济不及预期，消费需求恢复不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	169.00
一年最低/最高价	132.33/219.89
市净率(倍)	6.11
流通 A 股市值(百万元)	655,964.25
总市值(百万元)	655,991.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.65
资产负债率(%,LF)	18.56
总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股(百万股)	3,881.45

相关研究

《五粮液(000858)：动销显韧性，期待来年提质高效发展》

2022-12-30

《五粮液(000858)：2022 年三季报点评：业绩超预期，Q3 真实动销表现较好》

2022-10-28

**五粮液三大财务预测表**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>137,566</b>	<b>177,420</b>	<b>207,727</b>	<b>240,366</b>	<b>营业总收入</b>	<b>73,969</b>	<b>85,424</b>	<b>96,420</b>	<b>108,547</b>
货币资金及交易性金融资产	92,358	132,633	162,742	193,431	营业成本(含金融类)	18,178	19,087	21,187	23,094
经营性应收款项	29,196	28,659	29,102	31,366	税金及附加	10,749	12,472	13,981	15,522
存货	15,981	14,883	14,207	13,844	销售费用	6,844	8,115	9,064	10,529
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,068	3,417	3,857	4,395
其他流动资产	31	1,245	1,675	1,725	研发费用	236	232	276	317
<b>非流动资产</b>	<b>15,149</b>	<b>17,077</b>	<b>18,772</b>	<b>20,532</b>	财务费用	-2,026	-1,478	-2,122	-2,360
长期股权投资	1,986	2,307	2,541	2,628	加:其他收益	187	299	298	330
固定资产及使用权资产	5,694	6,561	7,415	8,321	投资净收益	93	124	134	148
在建工程	3,773	4,466	5,018	5,749	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	519	539	557	550	减值损失	-28	-20	-13	-11
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	3	1	1	2
长期待摊费用	159	185	222	265	<b>营业利润</b>	<b>37,174</b>	<b>43,982</b>	<b>50,599</b>	<b>57,518</b>
其他非流动资产	3,017	3,017	3,017	3,017	营业外净收支	-71	-75	-89	-101
<b>资产总计</b>	<b>152,715</b>	<b>194,497</b>	<b>226,499</b>	<b>260,898</b>	<b>利润总额</b>	<b>37,104</b>	<b>43,907</b>	<b>50,510</b>	<b>57,417</b>
<b>流动负债</b>	<b>35,759</b>	<b>53,597</b>	<b>58,867</b>	<b>63,622</b>	减:所得税	9,133	10,762	12,392	14,098
短期借款及一年内到期的非流动负债	376	376	376	376	<b>净利润</b>	<b>27,971</b>	<b>33,145</b>	<b>38,118</b>	<b>43,319</b>
经营性应付款项	8,151	20,240	21,500	22,429	减:少数股东损益	1,280	1,522	1,751	1,987
合同负债	12,379	10,689	11,017	10,854	<b>归属母公司净利润</b>	<b>26,691</b>	<b>31,623</b>	<b>36,367</b>	<b>41,332</b>
其他流动负债	14,853	22,293	25,975	29,963	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.88	8.15	9.37	10.65
非流动负债	271	271	271	271	EBIT	35,073	42,100	48,056	54,689
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	36,038	42,668	48,686	55,384
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.42	77.66	78.03	78.72
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	36.08	37.02	37.72	38.08
其他非流动负债	254	254	254	254	收入增长率(%)	11.72	15.49	12.87	12.58
<b>负债合计</b>	<b>36,031</b>	<b>53,869</b>	<b>59,139</b>	<b>63,893</b>	归母净利润增长率(%)	14.17	18.48	15.00	13.65
归属母公司股东权益	114,025	136,447	161,429	189,086					
少数股东权益	2,659	4,181	5,931	7,918					
<b>所有者权益合计</b>	<b>116,684</b>	<b>140,628</b>	<b>167,360</b>	<b>197,005</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>152,715</b>	<b>194,497</b>	<b>226,499</b>	<b>260,898</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	24,431	51,921	43,774	46,771	每股净资产(元)	29.38	35.15	41.59	48.71
投资活动现金流	-1,716	-2,446	-2,280	-2,407	最新发行在外股份(百万股)	3,882	3,882	3,882	3,882
筹资活动现金流	-13,105	-9,201	-11,385	-13,675	ROIC(%)	24.13	24.63	23.49	22.60
现金净增加额	9,609	40,275	30,109	30,688	ROE-摊薄(%)	23.41	23.18	22.53	21.86
折旧和摊销	965	568	630	695	资产负债率(%)	23.59	27.70	26.11	24.49
资本开支	-1,734	-2,222	-2,143	-2,426	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.58	20.74	18.04	15.87
营运资本变动	-4,119	12,013	1,809	-1,144	P/B (现价)	5.75	4.81	4.06	3.47

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

