

白酒

五粮液 (000858.SZ)

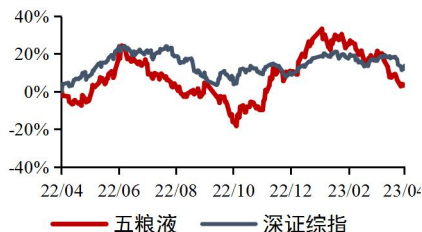
买入-A(维持)

22 年业绩符合预期，23 年改革助力成长

2023 年 4 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 4 月 28 日

收盘价 (元):	169.00
年内最高/最低 (元):	219.89/132.33
流通 A 股/总股本 (亿):	38.81/38.82
流通 A 股市值 (亿):	6,559.64
总市值 (亿):	6,559.92

基础数据：2023 年 3 月 31 日

基本每股收益:	3.23
摊薄每股收益:	3.23
每股净资产 (元):	33.44
净资产收益率:	10.10

资料来源：最闻

分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

邮箱: zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenchenzhi@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 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%。其中，22Q4 公司实现营业收入 181.89 亿元，同比增长 10.31%；实现归母净利润 67.01 亿元，同比增长 10.77%。

同时，公司公布 2023 年一季报，23Q1 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%

事件点评

➢ **22 年平稳增长，23 年实现开门红。**22/22Q4 公司营收分别为 739.69/181.89 亿元，同比+11.7%/+10.3%。1) 分产品看，22 年酒类收入为 675.63 亿元，同比+9.4%，五粮液/系列酒产品分别实现营收 553.35/122.27 亿元，同比+12.7%/-3.1%；销量方面，五粮液/系列酒产品分别实现销量 3.28/9.44 万吨，同比+12.2%/-38.1%，系列酒销量下滑主要系 22 年公司优化产品结构，向中高价产品聚焦所致。2) 分区域看，东部/南部/西部/北部/中部分别实现营收 189.86/74.82/215.38/84.15/111.42 亿元，同比+1.1%/+0.7%/+26.9%/+11.7%/+1.3%，西部及北部区域收入实现较快增长；3) 分渠道看，经销/直销模式分别实现营收 404.92/270.70 亿元，同比+7.2%/+13.0%。同时 22 年全年公司经销商共计 3144 家，五粮液经销商 2489 家，其中东部地区增加经销商 129 家。

23Q1 实现营收 311.39 亿元，同比+13.0%。春节旺季，五粮液产品在发货量和动销量上均同比增长两位数，为 23 年开局奠定了良好基础。普五作为千元价格的晴雨表，在场景逐步复苏背景下，批价从底部缓步抬升至 965 元左右。目前大型经销商完成进度在 40%-50%，3-5 月公司有望实行挺价策略，伴随消费旺季来临，批价有望逐步上行，助力其业绩稳定增长。

➢ **22 年毛利率稳步提升，盈利能力稳定向好。**22 年公司毛利率为 75.42%，同比+0.07pct，其中酒类毛利率为 81.88%，同比+1.59pct。销售/管理/财务费用率分别为 9.25%/4.15%/-2.74%，同比-0.57/-0.23/-0.12pct，22 年公司净利率为 36.08%，同比+0.78pct；23Q1 公司毛利率为 78.39%，同比基本持平，销售/管理/财务费用率分别为 6.78%/3.52%/-1.97%，同比-0.60/-0.03/-0.11pct，23Q1 公司净利率为 40.28%，同比+0.99pct，公司盈利能力稳定向好。23Q1 合同负债为 55.4 亿元，同比+19.3 亿元 (+53.5%)。

➢ **公司产品体系清晰，长期高质量发展可期。**在需求环境普遍偏弱背景下，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



公司根据市场变化及时调整策略，在兼顾量价的同时进行动态调整，放量压力之下渠道价盘保持相对稳定，体现出了普五较强的需求韧性。中长期看，公司未来普五单品在千元价格带地位相对稳固，同时品牌产品思路更清晰，更为重视市场及渠道反馈，更为精准地把握节奏，“高质量发展”可期，持续看好公司长期发展。

投资建议

➤ 目前公司估值水平处于历史中位值附近，今年春节在行业表现普遍平淡背景下，公司动销和库存水平表现较优，证明了其强大的品牌优势，看好其长期发展。公司盈利预测：2023-2025 年公司营业收入分别为 854.07/975.79/1097.40 亿元，同比增长 15.5%/14.3%/12.5%。归母净利润 313.44/362.99/411.42 亿元，同比增长 17.4%/15.8%/13.3%。对应 EPS 分别为 8.08/9.35/10.60 元。4 月 28 日收盘价对应 PE21/18/16 倍，维持公司“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 经济基本面影响白酒消费；价格走势不及预期；食品安全问题等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,209	73,969	85,407	97,579	109,740
YoY(%)	15.5	11.7	15.5	14.3	12.5
净利润(百万元)	23,377	26,691	31,344	36,299	41,142
YoY(%)	17.2	14.2	17.4	15.8	13.3
毛利率(%)	75.4	75.4	76.2	76.9	77.5
EPS(摊薄/元)	6.02	6.88	8.08	9.35	10.60
ROE(%)	24.2	24.0	24.4	23.5	22.4
P/E(倍)	28.1	24.6	20.9	18.1	16.0
P/B(倍)	6.6	5.8	5.0	4.2	3.6
净利率(%)	35.3	36.1	36.7	37.2	37.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	122138	137566	157642	185993	219206
现金	82336	92358	104078	151701	154016
应收票据及应收账款	23923	156	27647	4118	31606
预付账款	196	136	247	191	301
存货	14015	15981	17492	19765	21021
其他流动资产	1668	28935	8178	10218	12261
非流动资产	13483	15149	16300	17389	18404
长期投资	1911	1986	2156	2325	2495
固定资产	5610	5313	6867	8204	9290
无形资产	556	519	511	505	502
其他非流动资产	5405	7331	6766	6356	6118
资产总计	135621	152715	173941	203382	237610
流动负债	33616	35759	38819	41458	44483
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6276	8135	7946	9953	9641
其他流动负债	27340	27624	30873	31505	34842
非流动负债	613	271	271	271	271
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	613	271	271	271	271
负债合计	34229	36031	39090	41730	44754
少数股东权益	2323	2659	4162	5907	7886
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	92504	107461	123519	141923	162628
归属母公司股东权益	99068	114025	130689	155745	184970
负债和股东权益	135621	152715	173941	203382	237610

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	26282	57691	12437
净利润	24507	27971	32847	38044	43121
折旧摊销	523	577	544	686	749
财务费用	-1732	-2026	-2094	-2855	-3466
投资损失	-97	-93	-94	-94	-95
营运资金变动	1547	-4119	-4921	21911	-27873
其他经营现金流	2027	2122	1214	2345	1567
投资活动现金流	-1497	-1716	-1601	-1681	-1669
筹资活动现金流	-11269	-13105	-12962	-8387	-8452
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.02	6.88	8.08	9.35	10.60
每股经营现金流(最新摊薄)	6.90	6.29	6.77	14.86	3.20
每股净资产(最新摊薄)	25.52	29.38	33.67	40.12	47.65

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	66209	73969	85407	97579	109740
营业成本	16319	18178	20286	22579	24718
营业税金及附加	9790	10749	12128	14149	16231
营业费用	6504	6844	7943	9172	10316
管理费用	2900	3068	3544	4050	4554
研发费用	177	236	228	264	308
财务费用	-1732	-2026	-2094	-2855	-3466
资产减值损失	-10	-28	-18	-24	-27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	97	93	94	94	95
营业利润	32552	37174	43484	50338	57201
营业外收入	52	39	39	39	39
营业外支出	154	110	132	121	126
利润总额	32450	37104	43391	50256	57113
所得税	7943	9133	10544	12212	13993
税后利润	24507	27971	32847	38044	43121
少数股东损益	1130	1280	1503	1745	1978
归属母公司净利润	23377	26691	31344	36299	41142
EBITDA	30503	34910	40989	47105	53277

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	15.5	14.3	12.5
营业利润(%)	17.0	14.2	17.0	15.8	13.6
归属于母公司净利润(%)	17.2	14.2	17.4	15.8	13.3
获利能力					
毛利率(%)	75.4	75.4	76.2	76.9	77.5
净利率(%)	35.3	36.1	36.7	37.2	37.5
ROE(%)	24.2	24.0	24.4	23.5	22.4
ROIC(%)	22.6	22.6	23.4	22.5	21.4
偿债能力					
资产负债率(%)	25.2	23.6	22.5	20.5	18.8
流动比率	3.6	3.8	4.1	4.5	4.9
速动比率	3.2	2.6	3.4	3.8	4.2
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	3.1	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	3.1	2.5	2.5	2.5	2.5
估值比率					
P/E	28.1	24.6	20.9	18.1	16.0
P/B	6.6	5.8	5.0	4.2	3.6
EV/EBITDA	18.9	16.3	13.6	10.9	9.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

