

五粮液(000858)

报告日期: 2023年05月01日

## 业绩符合预期, 系列酒结构提升显著

### ——五粮液 22 年&23Q1 业绩点评

#### 投资要点

□ **事件:** 2022 年公司收入/归母净利润分别为 739.69/266.91 亿元 (+11.72%/+14.17%), 其中 2022Q4 公司收入/归母净利润分别为 181.89/67.01 亿元 (+10.31%/+10.77%)。2023Q1 公司收入/归母净利润分别为 311.39/125.42 亿元 (+13.03%/+15.89%)。

□ **22 年系列酒结构改善显著, 五粮液产品量价齐升**

**系列酒结构改善显著, 五粮液产品量价齐升。**2022 年公司酒类业务收入 675.63 亿元 (+9.45%), 吨价提升显著 (销量/吨价分别同比变动-30.04%/+56.45%), 主因: 五粮浓香公司优化产品结构, 全年共清理 12 个品牌, 向中高价位产品聚焦+21 年销量基数高, 导致系列酒 (五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄等) 量/价同比-38.13%/+56.61%, 收入-3.11%至 122.27 亿元; 而五粮液产品 (八代) 则表现平稳 (收入+12.67%至 553.35 亿元, 其中量/价同比+12.21%/+0.41%)。

**强化市场扩张, 西部市场表现亮眼。**市场端, 2022 年东部/南部/西部/北部/中部收入增速分别同比+1.08%/+0.69%/+26.85%/+11.67%/+1.25%, 其中西部经销商平均规模实现正增长。渠道端, 实施“总部抓总、大区主战”营销策略, 21 个营销战区调整为 26 个营销大区, 同时强化市场扩张, 新增专卖店近百家 (推进智慧门店 2.0 建设, 调整为直销模式), 同时经销商增加 488 家至 3144 家 (五粮液经销商为主), 渠道稳步扩张。

**盈利能力稳定, 合同负债表现稳定。**22 年公司毛利率/净利率分别同比变动+0.07/+0.79 个百分点至 75.42%/37.81%; 销售费用率/管理费用率分别同比变动-0.57/-0.23 个百分点至 9.25%/4.15%, 促销费占比下降; 经营性现金流同比变动-8.75%至 244.31 亿元; 合同负债同比/环比分别变动-6.80/+94.16 亿元至 123.79 亿元。

□ **23Q1 利润端表现优秀, 期待后期业绩弹性**

**23Q1 强劲销势能显现, 发货&回款表现顺利。**受益于强品牌力+高性价比, 23Q1 产品动销端表现优异 (根据五粮液集团公众号信息, 1 月份五粮液产品发货量和动销量均同比保持两位数增长。其中, 发货量同比增长超过 30%), 预计八代五粮液收入以量升为主。我们认为五粮液作为千元价位带扩容最受益标的, 需求的持续扩容+强劲销锚定业绩确定性, 而企业内部的变化则赋予其全年估值弹性。

**盈利能力平稳, 费用管控良好。**2023Q1 公司毛利率/净利率同比-0.02/+0.81 个百分点至 78.39%/42.09%, 净利率上行主因费用管控较好: Q1 公司销售费用率/管理费用率分别同比变动-0.60/-0.04 个百分点至 6.78%/3.52%; 经营性现金流同为 95.36 亿元; 合同负债同比/环比分别变动+19.29/-68.43 亿元至 55.36 亿元。

□ **新一轮高质量发展之年开启, 奋力开创新局面**

在 2023 年春季营销工作会议上, 公司表示要通过以下途径确保全年目标任务完成: ①看清形势、坚定信心, 奋力开创市场营销新局面; ②要突出品牌牵引力, 狠抓品牌建设不放松, 全力提升五粮液品牌影响力; ③要突出市场拉动力, 坚持高质量动销, 全力推动保持量价齐升; ④要突出团队建设, 坚持抓好班子、带好队伍, 着力打造五粮液营销铁军; ⑤要再鼓干劲、再添措施, 确保一季度实现开门红。我们认为市场虽 21-22 年因外部环境影响对五粮液态度略悲观, 考虑到公司营销体系改革持续进行、运营速度持续提升, 强品牌力的五粮液有望乘 β 之风, 奋力开创新局面。

□ **价值加速回归, 三大边际变化将现**

#### 投资评级: 买入(维持)

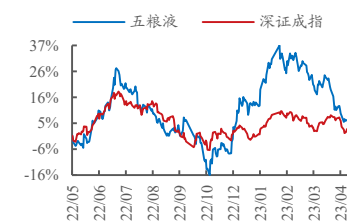
分析师: 杨骥  
 执业证书号: S1230522030003  
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 张潇倩  
 执业证书号: S1230520090001  
 zhangxiaolian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥169.00
总市值(百万元)	655,991.75
总股本(百万股)	3,881.61

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《春节动销发货超预期, 23 年奋力开创新局面》 2023.02.16
- 2 《守正创新启新程, 和美与共赢新篇——五粮液事件点评》 2022.12.29
- 3 《经营数据超预期, 动销强劲赋予起跳潜能 ——五粮液 2022Q3 业绩点评报告》 2022.10.29

短期看，体质机制完善/产品结构加速梳理/C 端直销渠道占比提升三大边际变化将显；中长期看，千元价位带持续扩容+消费升级不可逆下，预计强品牌力的五粮液市占率有望持续提升，在市场价格/渠道利润边际变化或将显现背景下，估值仍有较大提升空间。

#### □ 盈利预测及估值

预计 23~25 年公司收入增速为 16.20%、15.08%、14.18%；归母净利润增速为 18.85%、16.41%、15.42%；EPS 分别为 8.2、9.6、11.0 元/股。目前对应 2023 年估值 21 倍。考虑到公司改革红利将逐步释放，当前估值具有性价比，维持买入评级。

□ **催化剂：**白酒需求恢复超预期，批价持续上行。

□ **风险提示：**1、消费修复不及预期；2、八代五粮液批价上行不及预期。

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	73969	85950	98908	112929
(+/-) (%)	11.72%	16.20%	15.08%	14.18%
归母净利润	26691	31786	37001	42707
(+/-) (%)	14.17%	18.85%	16.41%	15.42%
每股收益(元)	6.89	8.19	9.53	11.00
P/E	24.53	20.64	17.73	15.36

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	137566	161774	193119	227564
现金	92358	112257	136212	163039
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	29060	30930	36766	42376
其它应收款	31	41	43	50
预付账款	136	235	228	242
存货	15981	17089	18917	21131
其他	0	1222	955	726
<b>非流动资产</b>	15149	14604	15281	15660
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1986	1916	1938	1947
固定资产	5311	5644	5955	6236
无形资产	519	512	504	465
在建工程	3771	3806	3918	3990
其他	3562	2727	2967	3022
<b>资产总计</b>	152715	176378	208401	243224
<b>流动负债</b>	35759	34545	38236	40405
短期借款	0	0	0	0
应付款项	8135	7223	8701	9803
预收账款	16	23	21	26
其他	27608	27300	29513	30575
<b>非流动负债</b>	271	380	422	358
长期借款	0	0	0	0
其他	271	380	422	358
<b>负债合计</b>	36031	34926	38657	40763
少数股东权益	2659	4180	5951	7995
归属母公司股东权益	114025	137272	163792	194466
<b>负债和股东权益</b>	152715	176378	208401	243224

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	24431	27293	32914	37031
净利润	28024	33307	38772	44750
折旧摊销	577	456	506	554
财务费用	(2026)	(1912)	(2291)	(2622)
投资损失	(93)	(95)	(98)	(101)
营运资金变动	(1291)	(4279)	(1928)	(3188)
其它	(760)	(184)	(2046)	(2362)
<b>投资活动现金流</b>	(1716)	(653)	(849)	(778)
资本支出	(830)	(723)	(821)	(792)
长期投资	(75)	71	(22)	(9)
其他	(811)	(0)	(5)	23
<b>筹资活动现金流</b>	(13105)	(6742)	(8110)	(9426)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(13105)	(6742)	(8110)	(9426)
<b>现金净增加额</b>	9609	19898	23955	26827

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	73969	85950	98908	112929
营业成本	18178	19486	21702	24124
营业税金及附加	10749	12490	14373	16410
营业费用	6844	8251	9693	11067
管理费用	3068	3438	3956	4517
研发费用	236	274	315	360
财务费用	(2026)	(1912)	(2291)	(2622)
资产减值损失	(26)	(20)	(23)	(31)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	93	95	98	101
其他经营收益	190	196	201	207
<b>营业利润</b>	37228	44235	51483	59412
营业外收支	(71)	(73)	(75)	(77)
<b>利润总额</b>	37157	44162	51407	59334
所得税	9133	10855	12635	14584
<b>净利润</b>	28024	33307	38772	44750
少数股东损益	1280	1521	1771	2044
<b>归属母公司净利润</b>	26691	31786	37001	42707
EBITDA	36349	43106	50073	57666
EPS (最新摊薄)	6.88	8.19	9.53	11.00

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.72%	16.20%	15.08%	14.18%
营业利润	14.30%	18.82%	16.38%	15.40%
归属母公司净利润	14.17%	18.85%	16.41%	15.42%
<b>获利能力</b>				
毛利率	75.42%	77.33%	78.06%	78.64%
净利率	37.89%	38.75%	39.20%	39.63%
ROE	24.53%	24.63%	23.78%	22.95%
ROIC	23.58%	23.37%	22.76%	22.10%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.59%	19.80%	18.55%	16.76%
净负债比率	1.04%	0.70%	0.85%	0.78%
流动比率	3.85	4.68	5.05	5.63
速动比率	3.40	4.19	4.56	5.11
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.52	0.51	0.50
应收账款周转率	1481.15	1753.59	1474.86	1562.28
应付账款周转率	2.87	2.89	3.14	2.98
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	6.89	8.19	9.53	11.00
每股经营现金	6.29	7.03	8.48	9.54
每股净资产	29.38	35.36	42.20	50.10
<b>估值比率</b>				
P/E	24.53	20.64	17.73	15.36
P/B	5.75	4.78	4.01	3.37
EV/EBITDA	16.84	12.72	10.51	8.69

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>