

五粮液(000858.SZ)

稳中求进，盈利能力持续提升

推荐 (维持)

股价:169元

主要数据

行业	五粮液
公司网址	www.wuliangye.com.cn
大股东/持股	宜宾发展控股集团有限公司/34.43%
实际控制人	
总股本(百万股)	3,882
流通A股(百万股)	3,882
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	6,560
流通A股市值(亿元)	6,560
每股净资产(元)	32.61
资产负债率(%)	19.1

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】五粮液(000858.SZ)*季报点评*浓香龙头韧性十足，Q3利润表现亮眼*推荐20221027

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌 投资咨询资格编号
S1060522030001
WANGMENG917@pingan.com.cn



事项:

公司发布2022年年报，2022全年实现营业收入739.69亿元，同比增长11.72%；归母净利润266.91亿元，同比增长14.17%。公司同时发布2023年第一季度报，23Q1实现营业收入311.39亿元，同比增长13.03%；归母净利润125.42亿元，同比增长15.89%。分配预案：拟每10股派发现金股利37.82元（含税）。

平安观点:

- 无惧挑战稳中向好，公司业绩稳健增长。公司2022年全年实现营业收入739.69亿元，同比增长11.72%；归母净利润266.91亿元，同比增长14.17%。22年顺利收官，达成保持营业总收入达到两位数稳健增长的目标。公司制定23年经营目标，营业总收入继续保持两位数的稳健增长。23Q1实现营业收入311.39亿元，同比增长13.03%；归母净利润125.42亿元，同比增长15.89%。23年开局实现开门红，为全年稳健发展奠定良好基调。截至23Q1，公司合同负债达到55.36亿元，经销商对五粮液信心充足。
- 产品体系持续完善，核心单品彰显品牌价值。分产品看，五粮液产品实现营收553.35亿元，同比增长12.67%，实现销量3.28万吨，同比增长12.21%，吨价168.87万元/吨，同比增长0.41%，核心大单品第八代五粮液吨价表现稳定，经销商库存相对良性。其他酒产品实现营收122.27亿元，同比下降3.11%，实现销量9.44万吨，同比下降38.13%，吨价12.95万元/吨，同比增长56.60%。系列酒产品结构持续优化，公司向中高价位产品聚焦，五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄等全国性战略大单品和区域性重点品牌影响力持续增强，系列酒提价趋势明显，为企业营收增长、品牌力铸造贡献发展动能。
- 稳中求进，盈利能力边际改善。公司实现销售毛利率75.42%，同比上升0.07pcts；销售/管理/研发/财务费用率分别为9.25%/4.15%/0.32%/-2.74

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,209	73,969	83,005	92,839	103,472
YOY(%)	15.5	11.7	12.2	11.8	11.5
净利润(百万元)	23,377	26,691	30,150	33,822	37,892
YOY(%)	17.2	14.2	13.0	12.2	12.0
毛利率(%)	75.4	75.4	75.9	76.4	77.0
净利率(%)	35.3	36.1	36.3	36.4	36.6
ROE(%)	23.6	23.4	22.5	21.6	20.8
EPS(摊薄/元)	6.02	6.88	7.77	8.71	9.76
P/E(倍)	28.1	24.6	21.8	19.4	17.3
P/B(倍)	6.6	5.8	4.9	4.2	3.6

%，同比下降0.57pcts/下降0.23pcts/上升0.05pcts/下降0.12pcts；实现销售净利率37.81%，同比上升0.79pcts。23Q1报告期内，公司实现销售毛利率78.39%，与去年同期基本持平；销售/管理/研发/财务费用率分别为6.78%/3.52%/0.25%/-1.97%，同比下降0.60pcts/下降0.04pcts/上升0.05pcts/下降0.11pcts；实现销售净利率42.09%，同比上升0.81pcts。毛利率水平保持稳定，未来伴随系列酒结构逐步优化、经典五粮液继续推进等，公司毛利率有望上行，同时公司推进提质增效，费用率有望进一步下降。

- **渠道结构优化，助力营收提升。**分渠道看，22年公司经销模式渠道实现营收404.92亿元，同比增加7.19%，直销模式渠道实现营收270.70亿元，同比增加13.00%，直销模式渠道占比有所提升，主要系公司加大相应投入，通过培育消费意见领袖圈层、开拓线上直营销售等方式，实现了直销模式销售收入的大幅提升，直销模式的占比提升也拉动了公司整体毛利率的提升。
- **浓香龙头受益于消费场景恢复，维持“推荐”评级。**在商务宴席场景复苏、公司改革持续推进、产品结构渠道结构优化、品牌力坚挺的背景下，五粮液作为高端白酒龙头之一，业绩有望实现稳步增长。我们看好五粮液的长期竞争力，调整2023-2024年EPS预测为7.77、8.71元（原2023-2024年EPS预测为7.78、9.13元），并新增2025年EPS预测为9.76元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济不确定性风险。当前，国内经济虽呈现出稳中恢复、稳中向好的态势，但世界经济增长持续放缓，经济下行压力较大，给白酒行业发展带来一定风险。2) 市场竞争加剧风险。白酒市场总体呈现挤压态势发展，随着市场集中度持续提升，行业将逐步进入加速竞争阶段，白酒企业间的竞争将愈加激烈。3) 改革推进不及预期风险。公司管理层推动系列改革，若不及预期则可能影响整体发展。4) 疫情反复风险。当前国外二次感染率持续提高，国内疫情二次感染仍存在不确定性，可能对白酒需求总量与消费场景造成一定影响，进而给白酒行业的成长带来不确定性。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	137566	161217	188698	219311
现金	92358	111858	133915	158752
应收票据及应收账款	29060	31513	35247	39284
其他应收款	31	40	45	50
预付账款	136	252	282	314
存货	15981	17554	19211	20911
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	15149	16157	16850	17528
长期投资	1986	2081	2175	2270
固定资产	5694	8599	11190	11799
无形资产	519	493	467	441
其他非流动资产	6950	4984	3018	3018
资产总计	152715	177373	205549	236839
流动负债	35759	38901	42944	47200
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8135	7419	8119	8838
其他流动负债	27624	31482	34825	38362
非流动负债	271	276	276	274
长期借款	17	21	21	19
其他非流动负债	254	254	254	254
负债合计	36031	39177	43220	47474
少数股东权益	2659	4110	5737	7560
股本	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683
留存收益	107461	127522	150027	175241
归属母公司股东权益	114025	134086	156592	181805
负债和股东权益	152715	177373	205549	236839

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	24043	30869	34488	38550
净利润	27971	31600	35449	39715
折旧摊销	577	687	901	917
财务费用	-2026	-356	-429	-511
投资损失	-93	-94	-94	-94
营运资金变动	-4119	-1010	-1382	-1519
其他经营现金流	1734	42	42	42
投资活动现金流	-1716	-1642	-1542	-1542
资本支出	1784	1600	1500	1500
长期投资	-6	0	0	0
其他投资现金流	-3495	-3242	-3042	-3042
筹资活动现金流	-13105	-9727	-10888	-12169
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-338	4	-0	-2
其他筹资现金流	-12767	-9732	-10888	-12168
现金净增加额	9221	19499	22057	24838

利润表 单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	73969	83005	92839	103472
营业成本	18178	20016	21905	23844
税金及附加	10749	11870	13442	14981
营业费用	6844	6640	7427	8588
管理费用	3068	2905	3435	3828
研发费用	236	226	252	281
财务费用	-2026	-356	-429	-511
资产减值损失	-26	-20	-22	-25
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他收益	187	188	188	188
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	93	94	94	94
资产处置收益	3	1	1	1
营业利润	37174	41968	47067	52718
营业外收入	39	44	44	44
营业外支出	110	151	151	151
利润总额	37104	41861	46960	52611
所得税	9133	10261	11510	12896
净利润	27971	31600	35449	39715
少数股东损益	1280	1451	1627	1823
归属母公司净利润	26691	30150	33822	37892
EBITDA	35654	42191	47432	53016
EPS (元)	6.88	7.77	8.71	9.76

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	11.7	12.2	11.8	11.5
营业利润(%)	14.2	12.9	12.1	12.0
归属于母公司净利润(%)	14.2	13.0	12.2	12.0
获利能力				
毛利率(%)	75.4	75.9	76.4	77.0
净利率(%)	36.1	36.3	36.4	36.6
ROE(%)	23.4	22.5	21.6	20.8
ROIC(%)	113.4	109.2	112.4	116.0
偿债能力				
资产负债率(%)	23.6	22.1	21.0	20.0
净负债比率(%)	-79.1	-80.9	-82.5	-83.8
流动比率	3.8	4.1	4.4	4.6
速动比率	3.4	3.7	3.9	4.2
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	2.6	6.6	6.6	6.6
应付账款周转率	2.5	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	6.88	7.77	8.71	9.76
每股经营现金流(最新摊薄)	6.19	7.95	8.88	9.93
每股净资产(最新摊薄)	29.38	34.54	40.34	46.84
估值比率				
P/E	24.6	21.8	19.4	17.3
P/B	5.8	4.9	4.2	3.6
EV/EBITDA	17.3	13.1	11.2	9.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层