

## 五粮液 (000858.SZ)

## 开局良好，彰显实力

2023年05月04日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

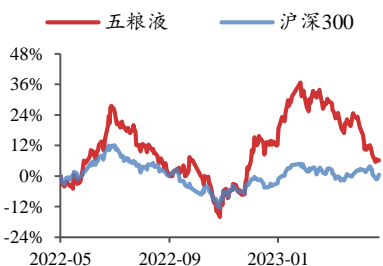
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2023/4/28
当前股价(元)	169.00
一年最高最低(元)	219.89/132.33
总市值(亿元)	6,559.92
流通市值(亿元)	6,559.78
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	38.82
近3个月换手率(%)	24.63

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《品牌优势凸显，业绩确定性高一公司  
信息更新报告》-2022.11.2
- 《经营韧性凸显，价值回归可期—公  
司信息更新报告》-2022.8.26

### ● 业绩增速稳健，彰显经营实力，维持“买入”评级

五粮液2022年营收739.7亿元，同比+11.7%，归母净利润266.9亿元，同比+14.2%。2023Q1营收311.4亿元，同比+13.0%，归母净利润125.4亿元，同比+15.9%。考虑公司业绩目标为两位数增长，我们下调2023-2024年盈利预测，并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年净利润分别为307.4（-6.8）亿元、352.0（-7.8）亿元、400.9亿元，同比分别+15.2%、+14.5%、+13.9%，EPS分别为7.92（-0.17）、9.07（-0.20）、10.33元，当前股价对应PE分别为21.3、18.6、16.4倍。公司产品优势凸显，动销流速领先，同时不断加强市场掌控水平，动态调节产品投放量从而维持价格稳定，后续随着需求提速，产品价格有望回升，维持“买入”评级。

### ● 2022年五粮液系列量增价平，系列酒量跌价升

2022年五粮液产品实现营业收入553.4亿元，同比+12.7%，其中销量3.3万吨，同比+12.2%，吨价168.9万元，同比+0.4%；其他酒实现营业收入122.3亿元，同比-3.1%，其中，销量同比-38.1%，吨价同比+56.6%。目前主产品渠道利润不高情况下，公司对提价非常谨慎，我们预计2023年收入仍然是靠增量实现。

### ● 直销渠道增长更快，西部区域高基数上高增长

2022年经销渠道收入404.9亿元，同比7.2%；直销渠道收入270.7亿元，同比+13.0%。分市场看，2022年东部区域收入189.9亿元，同比+1.1%；南部地区74.8亿元，同比+0.7%；西部地区收入215.4亿元，同比+26.9%；北部区域收入84.1亿元，同比+11.7%；中部区域111.4亿元，同比+1.3%。

### ● 预收款和现金流情况良好，盈利能力有望持续提升

2023年Q1末合同负债55.4亿元，环比2022Q4末减少68.4亿元（2022Q1环比2021Q4减少94.5亿元）。2023年Q1销售商品、提供劳务收到的现金为286.4亿元，同比+108.5%。2023年Q1毛利率同比-0.02pct至78.39%，净利率同比+0.81pct至42.09%，规模效应下费用率维持下降趋势，净利率有望持续提升。

### ● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,209	73,969	82,976	92,083	102,721
YOY(%)	15.5	11.7	12.2	11.0	11.6
归母净利润(百万元)	23,377	26,691	30,742	35,195	40,091
YOY(%)	17.2	14.2	15.2	14.5	13.9
毛利率(%)	75.4	75.4	76.9	77.6	78.4
净利率(%)	37.0	37.8	38.8	40.1	40.9
ROE(%)	24.2	24.0	21.6	20.7	19.7
EPS(摊薄/元)	6.02	6.88	7.92	9.07	10.33
P/E(倍)	28.1	24.6	21.3	18.6	16.4
P/B(倍)	6.6	5.8	4.5	3.8	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	122138	137566	175322	198998	231359
现金	82336	92358	103606	148349	153596
应收票据及应收账款	23923	156	26856	3120	30319
其他应收款	26	31	33	38	41
预付账款	196	136	236	177	284
存货	14015	15981	15687	18411	18215
其他流动资产	1642	28904	28904	28904	28904
<b>非流动资产</b>	13483	15246	16088	16813	17681
长期投资	1911	1986	2156	2325	2495
固定资产	5612	5313	6613	7652	8610
无形资产	556	519	511	505	502
其他非流动资产	5403	7428	6809	6331	6074
<b>资产总计</b>	135621	152812	191410	215811	249041
<b>流动负债</b>	33616	35759	42141	37228	35769
短期借款	0	0	8291	0	0
应付票据及应付账款	6276	8135	7079	9302	8293
其他流动负债	27340	27624	26771	27925	27475
<b>非流动负债</b>	613	366	366	366	366
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	613	366	366	366	366
<b>负债合计</b>	34229	36125	42507	37593	36135
少数股东权益	2323	2659	4133	5825	7753
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	92504	107464	127643	151827	181031
<b>归属母公司股东权益</b>	99068	114028	144769	172392	205153
<b>负债和股东权益</b>	135621	152812	191410	215811	249041

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	26775	24431	3008	59034	10551
净利润	24507	27971	32216	36887	42019
折旧摊销	523	577	535	656	702
财务费用	-1732	-2026	-1607	-2858	-3502
投资损失	-97	-93	-94	-94	-95
营运资金变动	1547	-4119	-28041	24445	-28571
其他经营现金流	2027	2122	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-1497	-1716	-1283	-1286	-1476
资本支出	1539	1781	1208	1211	1401
长期投资	-6	-6	-169	-170	-170
其他投资现金流	48	70	94	94	95
<b>筹资活动现金流</b>	-11269	-13105	1232	-4714	-3828
短期借款	0	0	8291	-8291	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-11269	-13105	-7060	3578	-3828
<b>现金净增加额</b>	14008	9609	2956	53034	5247

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	66209	73969	82976	92083	102721
营业成本	16319	18178	19192	20664	22197
营业税金及附加	9790	10749	12032	13352	14895
营业费用	6504	6844	7385	8195	9142
管理费用	2900	3068	3153	3683	4109
研发费用	177	236	207	230	257
财务费用	-1732	-2026	-1607	-2858	-3502
资产减值损失	-8	-26	0	0	0
其他收益	216	187	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	97	93	94	94	95
资产处置收益	-2	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	32552	37174	42708	48909	55717
营业外收入	52	39	50	50	50
营业外支出	154	110	100	100	100
<b>利润总额</b>	32450	37104	42658	48859	55667
所得税	7943	9133	10442	11972	13649
<b>净利润</b>	24507	27971	32216	36887	42019
少数股东损益	1130	1280	1474	1692	1928
<b>归属母公司净利润</b>	23377	26691	30742	35195	40091
EBITDA	30503	34910	40756	45736	51840
EPS(元)	6.02	6.88	7.92	9.07	10.33

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.5	11.7	12.2	11.0	11.6
营业利润(%)	17.0	14.2	14.9	14.5	13.9
归属于母公司净利润(%)	17.2	14.2	15.2	14.5	13.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	75.4	75.4	76.9	77.6	78.4
净利率(%)	37.0	37.8	38.8	40.1	40.9
ROE(%)	24.2	24.0	21.6	20.7	19.7
ROIC(%)	148.7	133.8	65.2	162.1	79.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	25.2	23.6	22.2	17.4	14.5
净负债比率(%)	-80.6	-78.6	-63.8	-83.1	-72.0
流动比率	3.6	3.8	4.2	5.3	6.5
速动比率	3.2	3.4	3.8	4.8	6.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	1252.9	1481.1	1481.1	1481.1	1481.1
应付账款周转率	3.7	2.9	2.9	2.9	2.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	6.02	6.88	7.92	9.07	10.33
每股经营现金流(最新摊薄)	6.90	6.29	0.77	15.21	2.72
每股净资产(最新摊薄)	25.52	29.38	37.30	44.41	52.85
<b>估值比率</b>					
P/E	28.1	24.6	21.3	18.6	16.4
P/B	6.6	5.8	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	18.9	16.2	13.9	11.2	9.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn