

22年符合预期，23年保持稳健增长

五粮液(000858)

评级:	买入	股票代码:	000858
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	219.89/132.33
目标价格:		总市值(亿)	6,557.98
最新收盘价:	168.95	自由流通市值(亿)	6,557.98
		自由流通股数(百万)	3,881.53

事件概述

公司发布22年年报及23年一季报，22年实现营业总收入739.69亿元，同比+11.7%；归母净利润266.91亿元，同比+14.2%。其中22Q4实现营业总收入181.89亿元，同比+10.3%；归母净利润67.01亿元，同比+10.8%。23Q1实现营业总收入311.39亿元，同比+13.0%；归母净利润125.42亿元，同比+15.9%。基本符合市场预期。

分析判断:

► 22年收入增长稳健，系列酒优化产品结构

分产品来看，22FY五粮液实现营业收入553.35亿元，同比+12.7%，其中量价分别贡献+12.2%/+0.4%，主品牌产品价格稳定，销量拉动收入双位数稳健增长；其他酒实现营业收入122.27亿元，同比-3.1%，其中量价分别贡献-38.1%/+56.6%，低价位酒基数较高，叠加22年五粮浓香公司优化产品结构，向中高价位产品聚焦，系列酒吨价大幅度提升。

分区域来看，22FY西部/北部/中部/东部/南部分别同比+26.9%/+11.7%/+1.2%/+1.1%/+0.7%。西部五粮液和其他酒分别同比+18.0%/+43.9%，为公司增长贡献主要力量；北部/中部/东部五粮液产品分别同比+17.2%/+14.6%/+11.6%，五粮液产品维持双位数的稳定增长，其他酒产品优化调整同比增速下滑导致区域整体同比增速略低。截止22年末，西部/北部/中部/东部/南部经销商数量分别466/351/513/691/468家，分别同比净+74/+75/+100/+129/+57家；专卖店数量分别286/237/372/443/292家，分别同比净-5/+20/+19/+32/+19家，浓香白酒龙头品牌全国范围内仍有招商增量空间。

23Q1营业总收入同比+13.0%，我们判断与五粮液产品同比增长趋势相同，主品牌价格依旧稳定，收入增长主要为增量贡献。

► 毛利率基本稳定，费效比提升拉动净利率向上

22FY整体毛利率75.4%，同比+0.1pct；其中五粮液/其他酒产品毛利率分别86.6%/60.7%，分别同比+1.0/+1.0pct，整体毛利率基本稳定。23Q1整体毛利率78.4%，同比持平，依然维持稳定且较高的毛利率水平。22FY税金及附加占营业收入/销售费用率/管理费用率分别14.5%/9.3%/4.1%，分别同比-0.3/-0.6/-0.2pct；23Q1税金及附加占营业收入/销售费用率/管理费用率分别14.3%/6.8%/3.5%，分别同比+0.2/-0.6/持平；我们认为公司整体费用投入战略稳定，费效比提升各项费用率稳中有降。综上，22FY/23Q1净利率分别37.8%/42.1%，分别同比+0.8/+0.8pct，费效比拉动净利率继续向上。

► 蓄水能力充足，中长期预期维持双位数稳健增长

23Q1销售收现286.37亿元，同比+108.6%；23Q1经营活动现金流净额95.36亿元，同比扭亏。我们预计主因22Q1时疫情多点反弹公司通过降低预收款中现金收取比例、优化订单计划管理等举措减少经销商资金压力，因此22Q1基数较低。23Q1合同负债55.36亿元，同比+53.5%，23年公司目标营业总收入继续保持两位数稳健增长。我们认为五粮液在大商制模式和高端白酒龙头品牌力优势下，蓄水能力充足，中长期预期公司有望维持两位数的稳健增长。

投资建议

根据公司年报内对 23 年的目标和一季报情况调整盈利预测，23-24 年营业收入由 890/1025 亿元下调至 851/973 亿元，新增 25 年营业收入 1101 亿元；23-24 年归母净利润由 319/372 亿元下调至 310/355 亿元，新增 25 年归母净利 405 亿元；23-24 年 EPS 由 8.14/9.39 元下调至 8.00/9.15 元，新增 25 年 EPS 10.44 元。2023 年 5 月 4 日 168.95 元收盘价对应 PE 分别为 21/18/16 倍。维持“买入”评级。

风险提示

经济复苏情况不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,209	73,969	85,115	97,343	110,084
YoY (%)	15.5%	11.7%	15.1%	14.4%	13.1%
归母净利润(百万元)	23,377	26,691	31,047	35,506	40,540
YoY (%)	17.2%	14.2%	16.3%	14.4%	14.2%
毛利率 (%)	75.4%	75.4%	75.7%	75.8%	75.9%
每股收益 (元)	6.02	6.88	8.00	9.15	10.44
ROE	23.6%	23.4%	23.3%	22.8%	22.4%
市盈率	28.05	24.57	21.12	18.47	16.18

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	73,969	85,115	97,343	110,084	净利润	27,971	32,510	37,179	42,450
YoY (%)	11.7%	15.1%	14.4%	13.1%	折旧和摊销	965	896	920	911
营业成本	18,178	20,702	23,539	26,559	营运资金变动	-4,119	-3,766	-2,629	-3,243
营业税金及附加	10,749	12,342	14,017	15,742	经营活动现金流	24,431	29,625	35,435	40,066
销售费用	6,844	7,831	8,858	9,908	资本开支	-1,734	-590	-857	-755
管理费用	3,068	3,490	3,894	4,293	投资	-6	-71	-72	-72
财务费用	-2,026	-2,309	-2,194	-2,619	投资活动现金流	-1,716	-542	-797	-678
研发费用	236	255	292	330	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-26	-10	-11	-12	债务募资	0	0	0	0
投资收益	93	118	132	149	筹资活动现金流	-13,105	-11,734	-13,392	-15,138
营业利润	37,174	43,154	49,331	56,313	现金净流量	9,609	17,349	21,247	24,250
营业外收支	-71	-94	-88	-87	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	37,104	43,060	49,244	56,226	成长能力				
所得税	9,133	10,550	12,065	13,775	营业收入增长率	11.7%	15.1%	14.4%	13.1%
净利润	27,971	32,510	37,179	42,450	净利润增长率	14.2%	16.3%	14.4%	14.2%
归属于母公司净利润	26,691	31,047	35,506	40,540	盈利能力				
YoY (%)	14.2%	16.3%	14.4%	14.2%	毛利率	75.4%	75.7%	75.8%	75.9%
每股收益	6.88	8.00	9.15	10.44	净利率	37.8%	38.2%	38.2%	38.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	17.5%	17.7%	17.6%	17.6%
货币资金	92,358	109,707	130,954	155,204	净资产收益率 ROE	23.4%	23.3%	22.8%	22.4%
预付款项	136	166	200	217	偿债能力				
存货	15,981	16,731	17,413	18,191	流动比率	3.85	4.25	4.68	5.22
其他流动资产	29,091	34,142	38,070	41,950	速动比率	3.40	3.80	4.24	4.78
流动资产合计	137,566	160,747	186,637	215,562	现金比率	2.58	2.90	3.29	3.76
长期股权投资	1,986	2,057	2,129	2,201	资产负债率	23.6%	21.7%	19.9%	18.1%
固定资产	5,313	6,904	7,889	8,564	经营效率				
无形资产	519	534	532	536	总资产周转率	0.48	0.48	0.48	0.48
非流动资产合计	15,149	14,810	14,721	14,540	每股指标 (元)				
资产合计	152,715	175,557	201,358	230,102	每股收益	6.88	8.00	9.15	10.44
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	29.38	34.35	40.05	46.59
应付账款及票据	8,135	8,848	9,351	9,751	每股经营现金流	6.29	7.63	9.13	10.32
其他流动负债	27,624	28,977	30,488	31,520	每股股利	0.00	3.02	3.45	3.90
流动负债合计	35,759	37,825	39,839	41,271	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	24.57	21.12	18.47	16.18
其他长期负债	271	271	271	271	PB	6.15	4.92	4.22	3.63
非流动负债合计	271	271	271	271					
负债合计	36,031	38,097	40,111	41,542					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882					
少数股东权益	2,659	4,122	5,795	7,705					
股东权益合计	116,684	137,460	161,248	188,560					
负债和股东权益合计	152,715	175,557	201,358	230,102					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。