

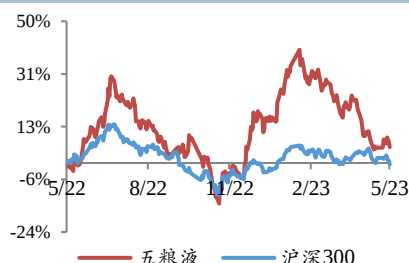
23Q1 平稳启航，五粮浓香显著优化

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-05-12

收盘价（元） **169.37**
近 12 个月最高/最低（元） **224.22/137.56**
总股本（百万股） **3,882**
流通股本（百万股） **3,882**
流通股比例（%） **100.00**
总市值（亿元） **6,574**
流通市值（亿元） **6,574**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

近日，五粮液发布 2022 年年报及 2023 年一季报，公司 22Q4/2022/23Q1 分别实现营业收入 181.89/739.69/311.39 亿元，同比分别增加 10.3%/11.7%/13.0%；对应实现归母净利润 67.01/266.91/125.42 亿元，较去年同期分别增加 10.8%/14.2%/15.9%。业绩表现符合市场预期。

● 主力产品增长稳定，五粮浓香结构优化

分产品来看，公司 2022 年五粮液产品实现营收 553.35 亿元，同比增长 12.7%，对应销量/吨价分别变动+12.2%/+0.4%，以普五为代表的核心大单品出货稳定增长，价格平稳有序；其他酒产品实现营收 122.27 亿元，同比减少 3.1%，对应销量/吨价分别变动-38.1%/+56.6%，量价发生大幅变化的原因主要系①2022 年度五粮浓香公司优化产品结构，向中高价位产品聚焦②2021 年度低价位产品销量基数高。

分区域来看，东部/南部/西部/北部/中部区域酒类营收分别增长了 1.1%/0.7%/26.9%/11.7%/1.3%，大本营市场及北部区域表现较好，多数区域五粮液产品维持双位数以上增长。经销商方面，东部/南部/西部/北部/中部区域五粮液经销商分别+129/+57/+74/+75/+100 家，东部及中部等中坚力量地区保持了较快的招商增长势头。五粮浓香经销商较 21 年底增加 53 家。

● 费效拉动盈利能力提升，一季度现金流情况改善明显

盈利能力方面，2022 年全年/23Q1 公司综合毛利率分别为 75.42%/78.39%，同比+0.1pct/基本持平。费用方面，公司整体费效比进一步提升，2022 全年/23Q1 期间费用率同比减少 0.88/0.70pct，主要系销售费用率同比减少较多。综合来看，公司 2022 全年/23Q1 归母净利润率分别为 36.1%/40.3%，同比增加 0.78/0.99pct，盈利能力持续提升。

公司今年一季度现金流情况改善明显，在营收增长 13.0%的情况下，实现了销售回款/经营活动净现金流同比增加 108.5%/380.4%，判断系去年外部因素扰动下公司收现比例向下调整导致整体基数较低，今年这一情况得到显著改善。预收款方面，公司截至 3 月底合同负债 55.36 亿元，环比季节性减少，同比增加超 19 亿元，显示经销商整体打款意愿维持稳态。

● 投资建议

公司继续坚持“稳字当头、稳中求进、提质增效、多作贡献”，计划今年营业总收入继续保持两位数稳健增长。我们认为公司将进一

步巩固和提升全国浓香型白酒龙头企业地位，预计 2023 年-2025 年营业收入增速分别为 14.5%、13.8%、12.9%，归母净利润增速 16.4%、14.3%、12.6%，对应 EPS 预测为 8.01、9.15、10.31 元，对应 PE 分别 22、19、17 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济波动风险；
- (2) 千元价格带收缩；
- (3) 市场竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	73969	84711	96371	108845
收入同比 (%)	11.7%	14.5%	13.8%	12.9%
归属母公司净利润	26691	31079	35526	40004
净利润同比 (%)	14.2%	16.4%	14.3%	12.6%
毛利率 (%)	75.4%	75.6%	75.7%	75.8%
ROE (%)	23.4%	23.7%	23.6%	23.4%
每股收益 (元)	6.88	8.01	9.15	10.31
P/E	26.28	21.55	18.86	16.74
P/B	6.15	5.11	4.46	3.91
EV/EBITDA	16.91	14.17	10.80	10.01

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	137566	156552	186908	211991	营业收入	73969	84711	96371	108845
现金	92358	84894	155121	129834	营业成本	18178	20695	23418	26302
应收账款	36	105	55	126	营业税金及附加	10749	11860	13492	15238
其他应收款	31	1381	225	379	销售费用	6844	7793	8288	9361
预付账款	136	248	281	316	管理费用	3068	3473	3855	4354
存货	15981	18510	19218	21697	财务费用	-2026	-2216	-1697	-2326
其他流动资产	29024	51413	12008	59639	资产减值损失	-26	0	0	0
非流动资产	15149	15954	16693	17401	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1986	1986	1986	1986	投资净收益	93	106	121	136
固定资产	5313	5469	5673	5917	营业利润	37174	43238	49117	56030
无形资产	519	494	457	404	营业外收入	39	41	41	41
其他非流动资产	7331	8004	8578	9094	营业外支出	110	154	154	154
资产总计	152715	172506	203601	229392	利润总额	37104	43125	49004	55917
流动负债	35759	36955	47170	50168	所得税	9133	10544	11761	13979
短期借款	0	0	0	0	净利润	27971	32581	37243	41938
应付账款	7247	3675	8684	5198	少数股东损益	1280	1502	1717	1933
其他流动负债	28512	33280	38487	44970	归属母公司净利润	26691	31079	35526	40004
非流动负债	271	271	271	271	EBITDA	36038	41301	47713	54013
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	6.88	8.01	9.15	10.31
其他非流动负债	271	271	271	271					
负债合计	36031	37227	47442	50440					
少数股东权益	2659	4161	5878	7811					
股本	3882	3882	3882	3882					
资本公积	2683	2683	2683	2683					
留存收益	107461	124554	143717	164577					
归属母公司股东权益	114025	131118	150282	171141					
负债和股东权益	152715	172506	203601	229392					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	24431	7719	87736	-5012
净利润	27971	32581	37243	41938
折旧摊销	965	385	413	445
财务费用	48	1	1	1
投资损失	-93	-106	-121	-136
营运资金变动	-4119	-25255	50086	-47373
其他经营现金流	31749	57949	-12730	89424
投资活动现金流	-1716	-1197	-1146	-1130
资本支出	-1734	-1300	-1263	-1263
长期投资	-6	0	0	0
其他投资现金流	23	103	118	133
筹资活动现金流	-13105	-13986	-16363	-19145
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-13105	-13986	-16363	-19145
现金净增加额	9609	-7464	70227	-25287

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	11.7%	14.5%	13.8%	12.9%
营业利润	14.2%	16.3%	13.6%	14.1%
归属于母公司净利	14.2%	16.4%	14.3%	12.6%
获利能力				
毛利率 (%)	75.4%	75.6%	75.7%	75.8%
净利率 (%)	36.1%	36.7%	36.9%	36.8%
ROE (%)	23.4%	23.7%	23.6%	23.4%
ROIC (%)	22.6%	22.8%	23.0%	22.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	23.6%	21.6%	23.3%	22.0%
净负债比率 (%)	30.9%	27.5%	30.4%	28.2%
流动比率	3.85	4.24	3.96	4.23
速动比率	3.40	3.73	3.55	3.79
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.52	0.51	0.50
应收账款周转率	1481.15	1200.00	1200.00	1200.00
应付账款周转率	2.87	3.79	3.79	3.79
每股指标 (元)				
每股收益	6.88	8.01	9.15	10.31
每股经营现金流 (摊)	6.29	1.99	22.60	-1.29
每股净资产	29.38	33.78	38.72	44.09
估值比率				
P/E	26.28	21.55	18.86	16.74
P/B	6.15	5.11	4.46	3.91
EV/EBITDA	16.91	14.17	10.80	10.01

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。