



五粮液 (000858.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

理性看待 Q2 业绩，动销韧性仍突出

业绩简评

2023年8月25日，公司披露半年报。期内实现营收455.1亿元，同比+10.4%；实现归母净利170.4亿元，同比+12.8%。其中，23Q2实现营收143.7亿元，同比+5.1%；实现归母净利44.9亿元，同比+5.1%。

经营分析

此前市场预期普遍已回落至大个位数，实际兑现略低于市场预期但偏差有限。公司在淡季仍有控货行为，例如对被查处低价窜货的经销商进行短期停货动作，通过发货节奏调整对社会库存进行去化，Q2实际动销增速优于表观增速。此外，Q2由于淡季在全年占比较低，单季度节奏扰动预计对全年目标执行影响较低，目前渠道回款进度已在75%左右，进度占优。从淡季控货成效来看，市场上930元左右低价货明显减少，目前批价在935-940元。

从产品结构来看，五粮液产品/其他产品分别营收351.8/67.1亿元，同比+10%/+3%。其中，五粮液产品量+15.8%，价-5.0%，我们预计与1618、低度在开瓶扫码等促销下增速相对较高相关；其他产品量+34%，价-23%，与内部产品结构变化相关，23H1五粮液浓香经销商净增27家。

从区域结构来看，以规模排序的西部/东部/中部/北部/南部营收分别+9%/+11%/+27%/-7%/-9%，在相对优势市场仍兑现稳健的增长。渠道边际变化上，五粮液经销商23H1净减少57家，专卖店净增加33家，变幅较小。

从业绩质量来看：1) 23Q2末合同负债环比-18.9亿元，同比+17.7亿元。2) 23Q2销售收现同比-18.6%，23H1仍同比+37.0%，单季度表现与承兑到期节奏相关。3) 23Q2归母净利率同比持平，贡献项内毛利率/销售费用率均同比-0.6pct，其余费率小幅波动。

盈利预测、估值与评级

考虑社会库存去化及酒企价格管控，我们分别下调23-24年归母净利5%/6%。我们预计23-25年收入分别+11%/+13%/+15%；归母净利分别+12%/+15%/+16%，对应归母净利分别299/345/401亿元；EPS为7.70/8.88/10.33元，公司股票现价对应PE估值分别为21.0/18.2/15.6倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：叶韬

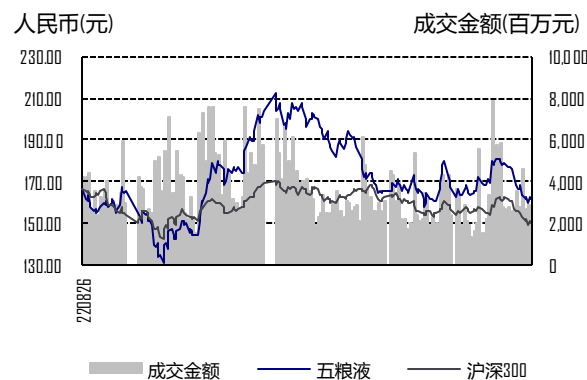
yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：161.55元

相关报告：

1. 《五粮液公司点评：业绩增速稳健，现金流表现优异》，2023.4.28

2. 《利润超预期弹性，品牌力沟壑仍深厚-五粮液22Q3业绩点评》，2022.10.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,209	73,969	82,198	93,195	106,887
营业收入增长率	15.5%	11.7%	11.1%	13.4%	14.7%
归母净利润(百万元)	23,377	26,691	29,904	34,456	40,081
归母净利润增长率	17.2%	14.2%	12.0%	15.2%	16.3%
摊薄每股收益(元)	6.02	6.88	7.70	8.88	10.33
每股经营性现金流净额	6.90	6.29	8.36	9.34	10.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.6%	23.4%	23.5%	24.1%	24.9%
P/E	37.0	26.3	21.0	18.2	15.6
P/B	8.7	6.2	4.9	4.4	3.9

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	57,321	66,209	73,969	82,198	93,195	106,887
增长率		15.5%	11.7%	11.1%	13.4%	14.7%
主营业务成本	-14,812	-16,319	-18,178	-19,874	-22,082	-24,736
%销售收入	25.8%	24.6%	24.6%	24.2%	23.7%	23.1%
毛利	42,509	49,890	55,790	62,323	71,113	82,151
%销售收入	74.2%	75.4%	75.4%	75.8%	76.3%	76.9%
营业税金及附加	-8,092	-9,790	-10,749	-11,919	-13,513	-15,392
%销售收入	14.1%	14.8%	14.5%	14.5%	14.5%	14.4%
销售费用	-5,579	-6,504	-6,844	-7,480	-8,388	-9,513
%销售收入	9.7%	9.8%	9.3%	9.1%	9.0%	8.9%
管理费用	-2,610	-2,900	-3,068	-3,288	-3,635	-4,169
%销售收入	4.6%	4.4%	4.1%	4.0%	3.9%	3.9%
研发费用	-131	-177	-236	-262	-297	-341
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	26,097	30,520	34,893	39,375	45,280	52,737
%销售收入	45.5%	46.1%	47.2%	47.9%	48.6%	49.3%
财务费用	1,486	1,732	2,026	2,061	2,369	2,712
%销售收入	-2.6%	-2.6%	-2.7%	-2.5%	-2.5%	-2.5%
资产减值损失	-13	-10	-28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	94	97	93	100	108	108
%税前利润	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	27,826	32,552	37,174	41,728	47,955	55,761
营业利润率	48.5%	49.2%	50.3%	50.8%	51.5%	52.2%
营业外收支	-148	-102	-71	-57	-45	-36
税前利润	27,678	32,450	37,104	41,671	47,910	55,725
利润率	48.3%	49.0%	50.2%	50.7%	51.4%	52.1%
所得税	-6,765	-7,943	-9,133	-10,257	-11,793	-13,717
所得税率	24.4%	24.5%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
净利润	20,913	24,507	27,971	31,414	36,117	42,009
少数股东损益	959	1,130	1,280	1,510	1,661	1,927
归属于母公司的净利润	19,955	23,377	26,691	29,904	34,456	40,081
净利率	34.8%	35.3%	36.1%	36.4%	37.0%	37.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	20,913	24,507	27,971	31,414	36,117	42,009
少数股东损益	959	1,130	1,280	1,510	1,661	1,927
非现金支出	517	923	986	545	640	763
非经营收益	-417	-202	-406	-174	-287	-319
营运资金变动	-6,315	1,547	-4,119	665	-199	-160
经营活动现金净流	14,698	26,775	24,431	32,450	36,271	42,293
资本开支	-987	-1,533	-1,734	-1,238	-2,129	-2,122
投资	-735	-6	-6	-99	-104	-109
其他	0	42	23	100	108	108
投资活动现金净流	-1,722	-1,497	-1,716	-1,237	-2,125	-2,123
股权募资	15	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-9,228	-11,269	-13,105	-16,448	-18,951	-22,045
筹资活动现金净流	-9,213	-11,269	-13,105	-16,448	-18,951	-22,045
现金净流量	3,763	14,008	9,609	14,765	15,194	18,125

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	68,210	82,336	92,358	107,119	122,310	140,432
应收款项	20,671	25,591	29,091	29,033	31,985	35,616
存货	13,228	14,015	15,981	16,335	18,029	20,060
其他流动资产	247	196	136	199	221	247
流动资产	102,356	122,138	137,566	152,686	172,545	196,355
%总资产	89.9%	90.1%	90.1%	90.5%	90.6%	90.9%
长期投资	1,851	1,912	1,988	2,087	2,191	2,301
固定资产	7,349	8,256	9,086	9,725	11,171	12,496
%总资产	6.5%	6.1%	5.9%	5.8%	5.9%	5.8%
无形资产	558	714	679	744	807	866
非流动资产	11,537	13,483	15,149	16,089	17,862	19,542
%总资产	10.1%	9.9%	9.9%	9.5%	9.4%	9.1%
资产总计	113,893	135,621	152,715	168,775	190,407	215,896
短期借款	0	360	376	376	376	376
应付款项	6,947	9,969	12,766	12,436	13,740	15,328
其他流动负债	18,932	23,286	22,617	23,973	27,137	31,077
流动负债	25,879	33,616	35,759	36,784	41,253	46,781
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	256	613	271	340	336	334
负债	26,135	34,229	36,031	37,124	41,590	47,115
普通股股东权益	85,706	99,068	114,025	127,482	142,987	161,023
其中：股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
未分配利润	59,443	68,638	79,029	92,485	107,990	126,027
少数股东权益	2,052	2,323	2,659	4,169	5,831	7,758
负债股东权益合计	113,893	135,621	152,715	168,775	190,407	215,896

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	5.141	6.023	6.876	7.704	8.877	10.326
每股净资产	22.080	25.523	29.376	32.842	36.837	41.484
每股经营现金净流	3.787	6.898	6.294	8.360	9.344	10.896
每股股利	2.580	3.023	3.782	4.237	4.882	5.679
回报率						
净资产收益率	23.28%	23.60%	23.41%	23.46%	24.10%	24.89%
总资产收益率	17.52%	17.24%	17.48%	17.72%	18.10%	18.57%
投入资本收益率	22.47%	22.65%	22.47%	22.47%	22.87%	23.49%
增长率						
主营业务收入增长率	14.37%	15.51%	11.72%	11.13%	13.38%	14.69%
EBIT 增长率	15.66%	16.95%	14.33%	12.84%	15.00%	16.47%
净利润增长率	14.67%	17.15%	14.17%	12.04%	15.22%	16.33%
总资产增长率	7.05%	19.08%	12.60%	10.52%	12.82%	13.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	331.5	304.7	301.1	300.0	298.0	296.0
应付账款周转天数	81.8	98.3	127.0	125.0	123.0	121.0
固定资产周转天数	37.4	30.9	26.2	25.1	25.8	25.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-77.72%	-80.85%	-78.83%	-81.08%	-81.94%	-82.98%
EBIT 利息保障倍数	-17.6	-17.6	-17.2	-19.1	-19.1	-19.4
资产负债率	22.95%	25.24%	23.59%	22.00%	21.84%	21.82%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-12-19	买入	235.16	N/A
2	2022-03-10	买入	162.88	N/A
3	2022-04-29	买入	165.85	N/A
4	2022-05-30	买入	157.95	N/A
5	2022-06-15	买入	173.80	215.72~215.72
6	2022-08-25	买入	167.24	N/A
7	2022-10-28	买入	137.10	N/A
8	2023-04-28	买入	169.17	N/A

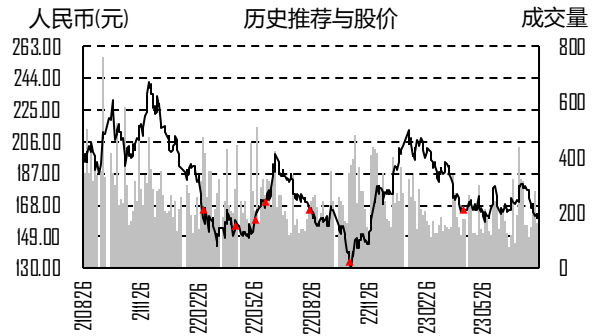
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究