

证券研究报告

公司研究

点评报告

五粮液 (000858.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

五粮液 (00858.SZ): 战略坚定, 持续优化 2022.10.28

五粮液 (000858.SZ): 平稳放量, 砥砺前行 2022.08.26

五粮液 (000858.SZ): 稳中求进, 价值回归 2022.04.29

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

优化为先, 良性增长

2023年08月27日

事件: 公司发布中期业绩公告, 2023年上半年实现营收455.06亿元, 同比+10.39%; 归母净利润170.37亿元, 同比+12.83%; 销售收现430.52亿元, 同比+36.96%; 经营净现金流113.3亿元, 同比+500.39%; 期末合同负债36.49亿元, 环比+17.73亿元。

点评:

- **阶段性节奏优化, 库存水平保持良性。** 23Q2, 公司实现营收143.68亿元, 同比+5.07%, 归母净利润44.95亿元, 同比+5.11%。受经济弱复苏影响, 公司对产品投放和节奏进行了优化, 确保投放量和市场需求、经销商适配, 目前渠道库存水平在一个月左右(旺季发货前)。分区域看, 上半年: ①东、南、西、北、中部市场分别收入117.14、35.17、143.66、44.76、78.2亿元, 同比+11.1%、-8.7%、+9.2%、-6.7%、+26.9%, 华东、华中、西南市场动销较好。②经销、直销收入分别为243.1、175.82亿元, 同比+7.15%、11.1%, 直销占比同比+0.9pct至42%。截至二季度末, 五粮液经销商共计2432家, 系列酒经销商682家, 专卖店1663家, 分别较年初-57、+27、+33家。
- **量增贡献突出, 结构变化略微影响吨价。** 上半年, 公司实现酒类收入418.92亿元, 同比+8.77%, 其中: ①五粮液收入351.79亿元, 量价分别贡献+15.8%、-3.5%, 毛利率同比+0.4%至86.8%。由于经典五粮液更加注重高质量投放、低度五粮液推广效果较好, 产品结构变化导致吨价下降。而上半年优酒率有提升与吨价下降抵消后, 毛利率稳中有升。②其他酒收入67.13亿元, 量价分别贡献+33.7%、-27.1%, 毛利率同比-1.4pct至60.7%。在消费弱复苏环境下, 光瓶酒等低价位产品同比增长较快, 尖庄焕新后受到消费者认可。整体看, 上半年酒类毛利率同比+0.7pct至82.6%。此外, 塑料、印刷、玻瓶等非酒类业务上半年收入36.15亿元, 同比+33.4%, 毛利率同比2.3pct至9.1%。受其他业务快速增长影响, 上半年公司整体毛利率同比-0.14pct至76.78%。
- **销售费用率略收缩, 盈利水平仍有提升。** 23Q2, 公司税金及附加率同比+0.38pct(上半年同比+0.24pct); 销售费用率同比-0.57pct至15.37%(上半年同比-0.73pct); 管理费用率同比-0.18pct至4.59%(上半年同比-0.1pct); 研发费用率同比+0.07pct至0.41%(上半年同比+0.05pct)。二季度公司归母净利率同比+0.01pct至31.28%(上半年同比+0.81pct), 盈利水平仍有提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司**2023-2025年摊薄每股收益分别为7.76元、8.83元、9.94元, 维持对公司的“买入”评级。**
- **风险因素:** 消费弱复苏影响; 行业竞争加剧

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	66,209	73,969	82,270	93,090	104,704
增长率 YoY %	15.5%	11.7%	11.2%	13.2%	12.5%
归属母公司净利润 (百万元)	23,377	26,691	30,106	34,259	38,576
增长率 YoY%	17.2%	14.2%	12.8%	13.8%	12.6%
毛利率%	75.4%	75.4%	75.6%	75.3%	74.6%
净资产收益率ROE%	23.6%	23.4%	23.3%	23.4%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	6.02	6.88	7.76	8.83	9.94
市盈率 P/E(倍)	36.97	26.28	20.83	18.30	16.26
市净率 P/B(倍)	8.72	6.15	4.86	4.28	3.78

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 25 日收盘价

资产负债表					
单位:百万					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	122,138	137,566	153,295	176,020	201,841
货币资金	82,336	92,358	107,530	129,661	154,268
应收票据	23,859	120	113	128	143
应收账款	64	36	68	77	86
预付账款	196	136	140	161	186
存货	14,015	15,981	16,495	17,039	18,197
其他	1,668	28,935	28,949	28,955	28,962
非流动资产	13,483	15,149	15,841	16,574	17,346
长期股权投资	1,911	1,986	1,986	1,986	1,986
固定资产(合)	5,610	5,313	5,630	5,988	6,385
无形资产	556	519	494	469	444
其他	5,405	7,331	7,731	8,131	8,531
资产总计	135,621	152,715	169,136	192,594	219,187
流动负债	33,616	35,759	35,606	40,195	45,356
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	872	888	1,045	1,199	1,383
应付账款	5,404	7,247	7,423	8,519	9,826
其他	27,340	27,624	27,138	30,477	34,146
非流动负债	613	271	271	271	271
长期借款	0	0	0	0	0
其他	613	271	271	271	271
负债合计	34,229	36,031	35,877	40,467	45,627
少数股东权益	2,323	2,659	4,111	5,763	7,623
归属母公司股东权益	99,068	114,025	129,148	146,364	165,938
负债和股东权益	135,621	152,715	169,136	192,594	219,187

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	66,209	73,969	82,270	93,090	104,704
同比(%)	15.5%	11.7%	11.2%	13.2%	12.5%
归属母公司净利润	23,377	26,691	30,106	34,259	38,576
同比(%)	17.2%	14.2%	12.8%	13.8%	12.6%
毛利率(%)	75.4%	75.4%	75.6%	75.3%	74.6%
ROE%	23.6%	23.4%	23.3%	23.4%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	6.02	6.88	7.76	8.83	9.94
P/E	36.97	26.28	20.83	18.30	16.26
P/B	8.72	6.15	4.86	4.28	3.78
EV/EBITDA	24.90	16.99	13.24	11.16	9.46

利润表					
单位:百万					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	66,209	73,969	82,270	93,090	104,704
营业成本	16,319	18,178	20,069	23,034	26,567
营业税金及附加	9,790	10,749	11,929	13,498	15,182
销售费用	6,504	6,844	7,404	8,099	8,795
管理费用	2,900	3,068	3,291	3,537	3,769
研发费用	177	236	247	279	314
财务费用	-1,732	-2,026	-2,199	-2,609	-3,123
减值损失合计	-8	-26	0	0	0
投资净收益	97	93	123	140	157
其他	211	188	206	233	262
营业利润	32,552	37,174	41,858	47,624	53,618
营业外收支	-102	-71	-60	-60	-60
利润总额	32,450	37,104	41,798	47,564	53,558
所得税	7,943	9,133	10,240	11,653	13,122
净利润	24,507	27,971	31,557	35,911	40,436
少数股东损益	1,130	1,280	1,452	1,652	1,860
归属母公司净利润	23,377	26,691	30,106	34,259	38,576
EBITDA	31,437	35,858	39,280	44,593	50,026
EPS(当年)(元)	6.02	6.88	7.76	8.83	9.94

现金流量表					
单位:百万					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	26,775	24,431	30,733	39,776	44,235
净利润	24,507	27,971	31,557	35,911	40,436
折旧摊销	917	965	-50	-50	-50
财务费用	70	48	0	0	0
投资损失	-97	-93	-123	-140	-157
营运资金变动	1,547	-4,119	-711	3,995	3,946
其它	-168	-341	60	60	60
投资活动现金流	-1,497	-1,716	-162	-145	-128
资本支出	-1,533	-1,734	-285	-285	-285
长期投资	-6	-6	0	0	0
其他	42	23	123	140	157
筹资活动现金流	-11,269	-13,105	-15,400	-17,500	-19,500
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-10,874	-12,681	-15,400	-17,500	-19,500
现金流净增加额	14,008	9,609	15,171	22,131	24,607

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

姜青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，3年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。