

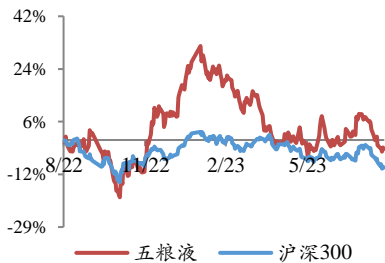
收入表现符合预期，主力产品双位数增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-27

收盘价(元)	161.55
近12个月最高/最低(元)	219.13/134.44
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)	6,271
流通市值(亿元)	6,271

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

分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

8月25日，五粮液发布2023年中报。公司23H1/23Q2实现营业收入455.06亿元/143.68亿元，同比变动+10.39%/+5.07%；公司23H1/23Q2实现归母净利润170.37亿元/44.95亿元，同比变动+12.83%/+5.11%。业绩表现基本符合市场预期。

● 主力产品“以价换量”式增长，五粮浓香动销旺盛

分产品来看，公司23H1五粮液产品实现营收351.79亿元，同比+10.03%，核心产品增长稳定，对应销量/吨价分别变动+15.82%/-5.00%，行业整体承压之下，公司依靠普五的硬通货属性采取“以价换量”策略；其他酒产品实现营收67.13亿元，同比+2.65%，对应销量/吨价分别变动+33.66%/-23.20%，其中五粮浓香系列产品动销旺盛，日均开瓶扫码同比保持两位数以上增长，同时产品矩阵加快完善。

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+11.07%/-8.69%/+9.22%/-6.73%/+26.89%，其中，西部+东部作为主力市场，合计占比接近60%，贡献了增长基本盘；中部区域快速增长，贡献了较大增量；南部区域实现了毛利率的较快提升，酒类收入毛利率为86.68%，为各区最高。此外，东部/南部/西部/北部/中部区域五粮液经销商分别+29/-13/+0/-2/+14家，长三角为首的东部地区依然保持了快速招商。截至6月末，五粮液全国经销商合计2432家，较去年同期增加28家；五粮浓香全国经销商合计682家，较去年同期增加71家。

其他方面，经销模式/直销模式23H1分别实现收入243.10亿元/175.82亿元，同比+7.15%/+11.09%；线上/线下23H1分别实现收入25.09亿元/393.83亿元，同比-15.83%/+10.84%。

● 毛利率受吨价影响小幅收缩，盈利能力继续提升

盈利能力部分，公司23H1/23Q2毛利率分别为76.78%/73.27%，同比分别变化-0.14pct/-0.65pct，毛利率下滑主要系产品吨价下降带动。税金及附加率上半年小幅提升0.24pct，而费用方面，公司23Q2期间费用率延续改善趋势，其中财务费用率(-0.86pct)和销售费用率(-0.57pct)贡献较大。综合来看，公司23H1/23Q2归母净利率分别为37.44%/31.28%，同比+0.81pct/+0.01pct。盈利能力继续改善。

其他方面，公司23H1/23Q2经营活动净现金流分别为113.30亿元/17.94亿元，其中公司上半年经营活动净现金流同比+500.39%，主要仍是一季度现金返利奖励及现金回款比例提升所致。销售收现分别+36.96%/-18.55%，预计二季度再次加大对经销商的打款方式支持。截至6月末合同负债36.49亿元，环比3月末减少18.87亿元，同比去年6月末增加17.73亿元。

● 投资建议

公司上半年仍旧实现了双位数增长，展现了行业波动下的把控能力。我们预计公司 2023 年-2025 年营业收入增速分别+12.2%、12.9%、12.3%，归母净利润增速分别为 13.0%、13.1%、13.2%，对应 EPS 预测为 7.77、8.79、9.95 元，对应 8 月 25 日 PE 分别 21、18、16 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	82979	93709	105204
收入同比 (%)	11.7%	12.2%	12.9%	12.3%
归属母公司净利润	26691	30169	34113	38606
净利润同比 (%)	14.2%	13.0%	13.1%	13.2%
毛利率 (%)	75.4%	75.1%	75.0%	75.0%
ROE (%)	23.4%	23.1%	22.9%	22.9%
每股收益 (元)	6.88	7.77	8.79	9.95
P/E	26.28	20.79	18.38	16.24
P/B	6.15	4.80	4.21	3.71
EV/EBITDA	16.91	13.54	10.35	9.58

资料来源: wind, 华安证券研究所, 截至 2023 年 8 月 25 日

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)

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	155875	185162	209248	营业收入	73969	82979	93709	105204
现金	92358	85302	154075	128799	营业成本	18178	20695	23418	26302
应收账款	36	103	54	122	营业税金及附加	10749	11617	13119	14729
其他应收款	31	1352	210	375	销售费用	6844	7634	8059	8837
预付账款	136	248	281	316	管理费用	3068	3402	3748	3682
存货	15981	18510	19218	21697	财务费用	-2026	-2216	-1705	-2311
其他流动资产	29024	50359	11325	57940	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	104	117	132
固定资产	5313	5469	5673	5917	营业利润	37174	41976	47169	54075
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	171829	201855	226648	利润总额	37104	41863	47055	53962
流动负债	35759	36822	46971	49877	所得税	9133	10235	11293	13490
短期借款	0	0	0	0	净利润	27971	31627	35762	40471
应付账款	7247	3675	8684	5198	少数股东损益	1280	1458	1649	1866
其他流动负债	28512	33147	38287	44679	归属母公司净利润	26691	30169	34113	38606
非流动负债	271	271	271	271	EBITDA	36038	40041	45760	52078
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	6.88	7.77	8.79	9.95
其他非流动负债	271	271	271	271					
负债合计	36031	37093	47242	50148					
少数股东权益	2659	4117	5766	7632	主要财务比率				
股本	3882	3882	3882	3882	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	2683	2683	2683	2683	成长能力				
留存收益	107461	124054	142283	162304	营业收入	11.7%	12.2%	12.9%	12.3%
归属母公司股东权益	114025	130618	148847	168869	营业利润	14.2%	12.9%	12.4%	14.6%
负债和股东权益	152715	171829	201855	226648	归属于母公司净利	14.2%	13.0%	13.1%	13.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	75.4%	75.1%	75.0%	75.0%
					净利率 (%)	36.1%	36.4%	36.4%	36.7%
					ROE (%)	23.4%	23.1%	22.9%	22.9%
					ROIC (%)	22.6%	22.2%	22.2%	21.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	23.6%	21.6%	23.4%	22.1%
					净负债比率 (%)	30.9%	27.5%	30.6%	28.4%
					流动比率	3.85	4.23	3.94	4.20
					速动比率	3.40	3.72	3.53	3.75
					营运能力				
					总资产周转率	0.51	0.51	0.50	0.49
					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	7.77	8.79	9.95
					每股经营现金流 (摊)	6.29	1.99	22.11	-1.43
					每股净资产	29.38	33.65	38.35	43.50
					估值比率				
					P/E	26.28	20.79	18.38	16.24
					P/B	6.15	4.80	4.21	3.71
					EV/EBITDA	16.91	13.54	10.35	9.58

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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。