

2023年08月27日

维持相对稳定增长，量价平衡持续进步

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(元):	217.6/133.5
目标价格(元):		总市值(亿元)	6,270.74
最新收盘价(元):	161.55	自由流通市值(亿元)	6,270.61
		自由流通股数(百万)	3,881.53

事件概述

23H1 公司实现营业收入 455.06 亿元，同比+10.4%；归母净利润 170.37 亿元，同比+12.8%；扣非归母净利润 169.41 亿元，同比+12.1%。23Q2 公司实现营业收入 143.68 亿元，同比+5.1%；归母净利润 44.95 亿元，同比+5.1%；扣非归母净利润 44.85 亿元，同比+5.1%。

分析判断:

▶ 系列酒影响 Q2 收入增长

23H1 五粮液/其他产品分别实现收入 351.8/67.1 亿元，分别同比+10.0%/2.7%；其中五粮液产品量价贡献分别+15.8%/-5.0%，其他产品量价贡献分别+33.7%/-23.2%。我们认为五粮液产品维持双位数稳定增长，普五作为千元价格带领军产品在宏观经济和白酒行业压力面前终端需求稳定，吨价同比变动，一方面根据酒说公司超高端产品持续培育预计销量有所控制，另一方面预计为高端和超高端消费者需求向普五集中导致。其他产品销售量增加明显，我们预计中低价格带产品动销较好影响收入增速。

23H1 合同负债同比+94.5%，我们认为去年同期疫情管控导致预收款基数较低，但品牌消费者端认可度较高，资金蓄水池能力较强。

▶ 整体业绩维持相对稳定增长

23Q2 毛利率 73.3%，同比-0.6pct；其中 23H1 五粮液/其他产品毛利率分别同比+0.4/+0.9pct，我们认为毛利率波动主要为产品结构变化导致，分品牌毛利率提升预计主因公司成本管控成果。23Q2 销售/管理/财务费用率分别 15.4%/4.6%/-4.4%，分别同比-0.6/-0.2/-0.9pct，23H1 销售费用中形象宣传和促销费占营业总收入比例分别同比-0.1/-0.3pct，管理费用率基本持平，利息收入同比+22.2%。23H1 当期和递延所得税费用分别同比+7.3%/+197.8%。我们判断费用率优化被毛利率和所得税短期波动抵消，23Q2 净利率 32.6%，同比-0.1pct，整体业绩维持相对稳定增长。

▶ 公司基本面稳定，量价平衡持续进步

品牌力角度，五粮液长期作为千元价格带龙头品牌，23 年利用春晚、中秋晚会、品牌投放活动、市场广告等形成合力提高品牌声量和曝光度。产品力角度，我们认为普五有望发挥产品刚需属性，在千元价格带享受需求集中红利。我们判断在宏观经济和行业压力下公司有能力维持整体基本面稳定，在经济和消费恢复预期下维持全年双位数左右的增长预期。从量价平衡角度我们认为五粮液在持续进步，中长期收入业绩确定性和稳定性增长属性较强。

投资建议

根据中报调整盈利预测，23-25 年营业收入由 851/973/1101 亿元下调至 821/935/1056 亿元；归母净利润由 310/355/405 亿元下调至 298/341/388 亿元 EPS 由 8.00/9.15/10.44 元下调至 7.68/8.79/10.01 元。2023 年 8 月 25 日 161.55 元收盘价对应 PE 分别为 21/18/16 倍。维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

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	82,105	93,506	105,580
YoY (%)	15.5%	11.7%	11.0%	13.9%	12.9%
归母净利润(百万元)	23,377	26,691	29,810	34,131	38,845
YoY (%)	17.2%	14.2%	11.7%	14.5%	13.8%
毛利率 (%)	75.4%	75.4%	75.3%	75.5%	75.6%
每股收益 (元)	6.02	6.88	7.68	8.79	10.01
ROE (%)	23.6%	23.4%	22.6%	22.3%	22.0%
市盈率	26.82	23.49	21.04	18.37	16.14

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：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	73,969	82,105	93,506	105,580	净利润	27,971	31,215	35,627	40,505
YoY (%)	11.7%	11.0%	13.9%	12.9%	折旧和摊销	965	896	920	911
营业成本	18,178	20,240	22,890	25,812	营运资金变动	-4,119	-3,053	-2,469	-3,064
营业税金及附加	10,749	11,905	13,465	15,151	经营活动现金流	24,431	29,047	34,049	38,307
销售费用	6,844	7,554	8,509	9,555	资本开支	-1,734	-590	-857	-755
管理费用	3,068	3,366	3,740	4,118	投资	-6	-71	-72	-72
财务费用	-2,026	-2,309	-2,183	-2,580	投资活动现金流	-1,716	-546	-802	-685
研发费用	236	246	187	211	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	114	127	142	筹资活动现金流	-13,105	-11,734	-13,392	-15,138
营业利润	37,174	41,438	47,276	53,737	现金净流量	9,609	16,767	19,855	22,484
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	41,344	47,188	53,649	成长能力				
所得税	9,133	10,129	11,561	13,144	营业收入增长率	11.7%	11.0%	13.9%	12.9%
净利润	27,971	31,215	35,627	40,505	净利润增长率	14.2%	11.7%	14.5%	13.8%
归属于母公司净利润	26,691	29,810	34,131	38,845	盈利能力				
YoY (%)	14.2%	11.7%	14.5%	13.8%	毛利率	75.4%	75.3%	75.5%	75.6%
每股收益(元)	6.88	7.68	8.79	10.01	净利率	37.8%	38.0%	38.1%	38.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	17.5%	17.2%	17.3%	17.3%
货币资金	92,358	109,125	128,981	151,465	净资产收益率 ROE	23.4%	22.6%	22.3%	22.0%
预付款项	136	162	194	211	偿债能力				
存货	15,981	16,359	16,933	17,679	流动比率	3.85	4.29	4.72	5.23
其他流动资产	29,091	32,935	36,570	40,234	速动比率	3.40	3.84	4.27	4.78
流动资产合计	137,566	158,581	182,678	209,589	现金比率	2.58	2.95	3.33	3.78
长期股权投资	1,986	2,057	2,129	2,201	资产负债率	23.6%	21.5%	19.8%	18.0%
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	0.47	0.47	0.47
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	173,391	197,399	224,129	每股收益	6.88	7.68	8.79	10.01
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	29.38	34.03	39.38	45.48
应付账款及票据	8,135	8,651	9,093	9,476	每股经营现金流	6.29	7.48	8.77	9.87
其他流动负债	27,624	28,304	29,634	30,614	每股股利	0.00	3.02	3.45	3.90
流动负债合计	35,759	36,955	38,727	40,090	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	23.49	21.04	18.37	16.14
其他长期负债	271	271	271	271	PB	6.15	4.75	4.10	3.55
非流动负债合计	271	271	271	271					
负债合计	36,031	37,226	38,999	40,362					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882					
少数股东权益	2,659	4,064	5,560	7,221					
股东权益合计	116,684	136,165	158,400	183,767					
负债和股东权益合计	152,715	173,391	197,399	224,129					

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。

郭辉：10余年白酒产业经验，8年行业知名咨询公司从业经验，历任某基金公司白酒研究员，现任华西证券食品饮料研究员。

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。