

2023年8月28日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

188

公司基本资讯

|                 |                       |      |      |
|-----------------|-----------------------|------|------|
| 产业别             | 食品饮料                  |      |      |
| A 股价(2023/8/28) | 157.49                |      |      |
| 深证成指(2023/8/28) | 10233.15              |      |      |
| 股价 12 个月高/低     | 214.9/129.33          |      |      |
| 总发行股数(百万)       | 3881.61               |      |      |
| A 股数(百万)        | 3881.53               |      |      |
| A 市值(亿元)        | 6113.02               |      |      |
| 主要股东            | 宜宾发展控股集团有限公司 (34.43%) |      |      |
| 每股净值(元)         | 29.98                 |      |      |
| 股价/账面净值         | 5.25                  |      |      |
|                 | 一个月                   | 三个月  | 一年   |
| 股价涨跌(%)         | -13.1                 | -2.5 | -4.9 |

近期评等

|            |        |    |
|------------|--------|----|
| 出刊日期       | 前日收盘   | 评等 |
| 2023-05-04 | 169.00 | 买进 |
| 2023-02-17 | 210.79 | 买进 |

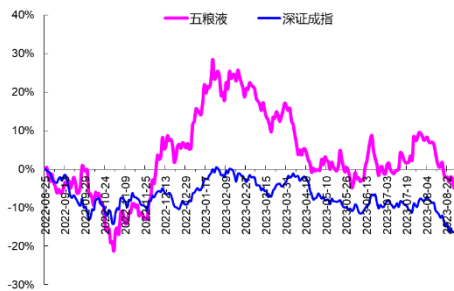
产品组合

|       |       |
|-------|-------|
| 五粮液产品 | 77.3% |
| 系列酒产品 | 14.8% |

机构投资者占流通 A 股比例

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 11.8% |
| 一般法人 | 65.9% |

股价相对大盘走势



五粮液(000858.SZ)

BUY 买进

短期略有承压，提质发展行稳致远

结论与建议：

业绩概要：

公告 H1 实现营收 455.1 亿，同比增 10.4%，录得净利润 170.4 亿，同比增 12.8%，2Q 实现营收 143.7 亿，同比增 5.1%，录得净利润 44.9 亿，同比增 5.1%。2Q 业绩低于我们预期。

点评：

- H1 五粮液产品实现收入 351.8 亿，同比增 10%，受 1618、低度等持续开展开瓶扫码活动影响，报告期销量同比增 15.8%，吨价同比下降 5%；系列酒产品实现收入 67.1 亿，同比增 2.6%，五粮浓香酒紧抓市场销售，日均开瓶扫码同比保持两位数以上增长，推动报告期系列酒销量同比增 33.7%，吨价同比下降 23.2%。由于宏观经济景气及消费复苏节奏弱于预期影响，叠加公司淡季控货以加快社会库存去化，2Q 业绩增长有所放缓。
- 上半年公司产品结构持续优化，系列酒产品矩阵更加完善。H1 酒类产品毛利率同比上 0.75pct 至 82.61%，其中五粮液产品毛利率同比上升 0.42pct 至 86.8%，系列酒毛利率同比上升 0.9pct 至 60.65%。
- 费用方面，H1 费用投放效率提升，期间费用率同比下降 1.1pct 至 10.95%，主要由于财务费用率同比下降 0.3pct 及销售费用率同比下降 0.7pct。
- 通过二季度强化促销，我们认为目前公司主要产品渠道库存已处于低位，且上半年多次举办大型活动及品鉴会，品牌曝光度提升。二季度末合同负债余额约 36.5 亿，同比增加 17.7 亿 (yoy+94.4%)，目前批价在 960 元/瓶左右，较 4 月下旬至五月初有所回升，价格较坚挺，下半年白酒销售旺季将至，轻装上阵，业绩增速有望加快。
- 略下调盈利预测，预计 2023-2024 年将分别实现净利润 300.5 亿和 350.8 亿，分别同比增 12.6%和 16.7%，EPS 分别为 7.74 元和 9.04 元，当前股价对应 PE 分别为 20 倍和 17 倍，公司持续推进营销改革和渠道升级建设，稳固发展质量，长远高质量发展可期，当前估值性价比凸显，维持“买进”。
- 风险提示：终端动销不及预期、渠道改革不及预期

..... 接续下页 .....

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2020  | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 19955 | 23377 | 26691 | 30052 | 35081 |
| 同比增减            | %       | 14.67 | 17.15 | 14.17 | 12.59 | 16.74 |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 5.14  | 6.02  | 6.88  | 7.74  | 9.04  |
| 同比增减            | %       | 14.68 | 17.16 | 14.16 | 12.60 | 16.74 |
| 市盈率(P/E)        | X       | 30.63 | 26.15 | 22.90 | 20.34 | 17.43 |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 2.58  | 3.02  | 3.78  | 4.26  | 4.97  |
| 股息率 (Yield)     | %       | 1.64  | 1.92  | 2.40  | 2.70  | 3.16  |

**【投资评等说明】**

**评等定义**

|                    |                                       |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy)  | 潜在上涨空间 $\geq$ 35%                     |
| 买进 (Buy)           | 15% $\leq$ 潜在上涨空间 < 35%               |
| 区间操作 (Trading Buy) | 5% $\leq$ 潜在上涨空间 < 15%                |
| 中立 (Neutral)       | 无法由基本面给予投资评等<br>预期近期股价将处于盘整<br>建议降低持股 |

**附一：合并损益表**

| 百万元           | 2020  | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 57321 | 66209 | 73969 | 83215 | 96987 |
| 经营成本          | 14812 | 16319 | 18178 | 20263 | 23422 |
| 营业税金及附加       | 8092  | 9790  | 10749 | 12215 | 14275 |
| 销售费用          | 5579  | 6504  | 6844  | 7910  | 9062  |
| 管理费用          | 2610  | 2900  | 3068  | 3412  | 3977  |
| 财务费用          | -1486 | -1732 | -2026 | -2445 | -2850 |
| 资产减值损失        | -14   | -8    | -26   | 0     | 0     |
| 投资收益          | 94    | 97    | 93    | 50    | 60    |
| 营业利润          | 27826 | 32552 | 37174 | 41856 | 48823 |
| 营业外收入         | 41    | 52    | 39    | 34    | 46    |
| 营业外支出         | 189   | 154   | 110   | 72    | 52    |
| 利润总额          | 27678 | 32450 | 37104 | 41818 | 48817 |
| 所得税           | 6765  | 7943  | 9133  | 10416 | 12160 |
| 少数股东损益        | 959   | 1130  | 1280  | 1350  | 1576  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 19955 | 23377 | 26691 | 30052 | 35081 |

**附二：合并资产负债表**

| 百万元       | 2020   | 2021   | 2022F  | 2023F  | 2024F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金      | 68210  | 82336  | 92358  | 103010 | 118528 |
| 应收账款      | 41     | 64     | 36     | 37     | 39     |
| 存货        | 13228  | 14015  | 15981  | 17579  | 19337  |
| 流动资产合计    | 102356 | 122138 | 137566 | 151322 | 170994 |
| 长期股权投资    | 1850   | 1911   | 1986   | 2086   | 2190   |
| 固定资产      | 5867   | 5610   | 5313   | 5366   | 5420   |
| 在建工程      | 1482   | 2646   | 3773   | 4150   | 4358   |
| 非流动资产合计   | 11537  | 13483  | 15149  | 16361  | 17752  |
| 资产总计      | 113893 | 135621 | 152715 | 167683 | 188746 |
| 流动负债合计    | 25879  | 33616  | 35759  | 36797  | 41587  |
| 非流动负债合计   | 256    | 613    | 271    | 280    | 307    |
| 负债合计      | 26135  | 34229  | 36031  | 37077  | 41894  |
| 少数股东权益    | 2052   | 2323   | 2659   | 3058   | 3517   |
| 股东权益合计    | 85706  | 99068  | 114025 | 127548 | 143335 |
| 负债及股东权益合计 | 113893 | 135621 | 152715 | 167683 | 188746 |

**附三：合并现金流量表**

| 百万元           | 2020  | 2021   | 2022F  | 2023F  | 2024F  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 14698 | 26775  | 24431  | 27461  | 32006  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1722 | -1497  | -1716  | -1831  | -1940  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -9213 | -11269 | -13105 | -14979 | -14548 |
| 现金及现金等价物净增加额  | 3763  | 14008  | 9609   | 10651  | 15518  |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。