

白酒

五粮液 (000858.SZ)

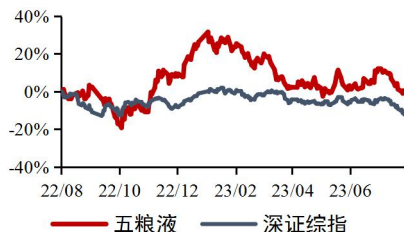
买入-A(维持)

上半年增速暂时承压，旨在中长期高质量发展

2023年8月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月25日

收盘价(元):	161.55
年内最高/最低(元):	219.89/132.33
流通A股/总股本(亿):	38.82/38.82
流通A股市值(亿):	6,270.61
总市值(亿):	6,270.74

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益:	4.39
摊薄每股收益:	4.39
每股净资产(元):	30.86
净资产收益率:	14.85

资料来源：最闻

分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

邮箱: zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenzhzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件:** 公司公布2023年半年报, 23H1实现营业收入455.06亿元, 同比增长10.39%。实现归母净利润170.37亿元, 同比增长12.83%; 其中23Q2实现营业收入143.68亿元, 同比增长5.07%, 实现归母净利润44.95亿元, 同比增长5.11%, 上半年业绩低于预期。

事件点评

➢ **23H1 业绩低于预期, 23Q2 收入增速承压。**2023H1/Q2 公司营收分别为455.06/143.68亿元, 同比+10.4%/+5.1%。1) 分产品看, 23H1 酒类收入为418.9亿元, 同比+8.8%, 五粮液/系列酒产品分别实现营收351.8/67.1亿元, 同比+10.0%/+2.7%。销量方面, 五粮液/系列酒产品分别实现销量2.16/7.11万吨, 同比+15.8%/+29.0%。2) 分区域看, 东部/南部/西部/北部/中部分别实现营收117.1/35.2/143.7/44.8/78.2亿元, 同比+11.1%/-8.7%/+9.2%/-6.7%/+26.9%, 东部及中部地区动销表现更为优秀; 3) 分渠道看, 经销/直销模式分别实现营收243.1/175.8亿元, 同比+7.2%/+11.1%。整体看, 公司23Q2收入增速承压, 主因上半年公司加大低度、1618等产品结构调整, 从而拉低吨酒价格所致。上半年公司经销商共计3114家, 五粮液经销商2432家, 其中东部及中部地区各增加经销商29/14家。23Q2末公司合同负债为36.49亿元, 仍处于高位水平, 蓄力后续发展。今年在需求环境普遍偏弱背景下, 公司根据市场变化及时调整策略, 在兼顾量价的同时积极进行动态调整, 旨在实现高质量发展。

➢ **23H1 费用率保持稳定, 助力盈利能力提升。**23H1 公司毛利率为76.78%, 同比-0.14ptc, 其中酒类毛利率为82.61%, 同比+0.75pct。销售/管理/财务费用率分别为9.49%/3.86%/-2.75%, 同比-0.73/-0.10/-0.32ptc, 23H1 公司净利率为37.44%, 同比+0.81ptc; 23Q2 公司毛利率为73.27%, 同比-0.65ptc, 销售/管理/财务分别为15.37%/4.59%/-4.42%, 同比-0.57/-0.18/-0.86ptc, 23Q2 公司净利率为31.28%, 同比+0.01ptc, 公司费用率保持优化稳定, 助力盈利能力稳定提升。

➢ **中秋临近动销可期, 库存逐步向好。**今年春节期间, 五粮液产品动销旺盛; 进度二季度淡季, 公司主动作为, 放缓节奏。近期对部分低质量动销的经销商进行动态减量, 旨在以高质量动销为核心, 优化渠道库存的发展质量。伴随中秋国庆旺季来临, 库存去化可期, 同时价格管控加强&需求在旺季下持续修复, 23H2 的业绩增长可期。中长期看, 公司未来普五单品在千元价格带地位相对稳固, 同时品牌产品思路更清晰, 更为重视市场及渠道反馈,



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



“高质量发展”可期，持续看好公司长期发展。

### 投资建议

➢ 目前公司估值水平处于历史偏低水平，静待价值与价格双回归，看好其长期发展。根据 23 年半年报，我们略调整公司盈利预测：2023-2025 年公司营业收入分别为 825.18/925.08/1037.51 亿元，同比增长 11.6%/12.1%/12.2%。归母净利润 301.27/338.80/380.81 亿元，同比增长 12.9%/12.5%/12.4%。对应 EPS 分别为 7.76/8.73/9.81 元。当前股价对应 PE 分别为 21/19/17 倍，维持“买入-A”投资评级。

### 风险提示

➢ 经济基本面影响白酒消费；价格走势不及预期；食品安全问题等。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,209	73,969	82,518	92,508	103,751
YoY(%)	15.5	11.7	11.6	12.1	12.2
净利润(百万元)	23,377	26,691	30,127	33,880	38,081
YoY(%)	17.2	14.2	12.9	12.5	12.4
毛利率(%)	75.4	75.4	75.7	75.7	76.1
EPS(摊薄/元)	6.02	6.88	7.76	8.73	9.81
ROE(%)	24.2	24.0	23.6	22.5	21.5
P/E(倍)	26.8	23.5	20.8	18.5	16.5
P/B(倍)	6.3	5.5	4.8	4.1	3.5
净利率(%)	35.3	36.1	36.5	36.6	36.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	122138	137566	156185	182991	212895
现金	82336	92358	103919	149302	148956
应收票据及应收账款	23923	156	26706	3408	30366
预付账款	196	136	234	181	284
存货	14015	15981	17151	19884	21030
其他流动资产	1668	28935	8175	10217	12258
<b>非流动资产</b>	13483	15149	15933	16771	17711
长期投资	1911	1986	2156	2325	2495
固定资产	5610	5313	6565	7694	8710
无形资产	556	519	511	505	502
其他非流动资产	5405	7331	6701	6247	6005
<b>资产总计</b>	135621	152715	172118	199762	230606
<b>流动负债</b>	33616	35759	38270	41649	44498
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6276	8135	7782	10010	9646
其他流动负债	27340	27624	30488	31639	34852
<b>非流动负债</b>	613	271	271	271	271
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	613	271	271	271	271
<b>负债合计</b>	34229	36031	38542	41920	44770
少数股东权益	2323	2659	4104	5733	7564
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	92504	107461	122895	140073	159237
归属母公司股东权益	99068	114025	129472	152109	178273
<b>负债和股东权益</b>	135621	152715	172118	199762	230606

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	26775	24431	25718	55157	9709
净利润	24507	27971	31572	35508	39912
折旧摊销	523	577	533	656	707
财务费用	-1732	-2026	-2121	-2868	-3415
投资损失	-97	-93	-94	-94	-95
营运资金变动	1547	-4119	-4172	21956	-27401
其他经营现金流	2027	2122	1214	2345	1567
<b>投资活动现金流</b>	-1497	-1716	-1223	-1400	-1553
<b>筹资活动现金流</b>	-11269	-13105	-12935	-8374	-8503
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	6.02	6.88	7.76	8.73	9.81
每股经营现金流(最新摊薄)	6.90	6.29	6.63	14.21	2.50
每股净资产(最新摊薄)	25.52	29.38	33.36	39.19	45.93

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	66209	73969	82518	92508	103751
营业成本	16319	18178	20079	22444	24795
营业税金及附加	9790	10749	11718	13414	15345
营业费用	6504	6844	7509	8557	9597
管理费用	2900	3068	3424	3839	4306
研发费用	177	236	220	250	292
财务费用	-1732	-2026	-2121	-2868	-3415
资产减值损失	-10	-28	-17	-22	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	97	93	94	94	95
<b>营业利润</b>	32552	37174	41799	46989	52952
营业外收入	52	39	39	39	39
营业外支出	154	110	132	121	126
<b>利润总额</b>	32450	37104	41706	46907	52864
所得税	7943	9133	10135	11398	12952
<b>税后利润</b>	24507	27971	31572	35508	39912
少数股东损益	1130	1280	1445	1629	1831
<b>归属母公司净利润</b>	23377	26691	30127	33880	38081
EBITDA	30503	34910	39295	43764	49097

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.5	11.7	11.6	12.1	12.2
营业利润(%)	17.0	14.2	12.4	12.4	12.7
归属于母公司净利润(%)	17.2	14.2	12.9	12.5	12.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	75.4	75.4	75.7	75.7	76.1
净利率(%)	35.3	36.1	36.5	36.6	36.7
ROE(%)	24.2	24.0	23.6	22.5	21.5
ROIC(%)	22.6	22.6	22.6	21.4	20.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	25.2	23.6	22.4	21.0	19.4
流动比率	3.6	3.8	4.1	4.4	4.8
速动比率	3.2	2.6	3.4	3.7	4.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.1	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	3.1	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>估值比率</b>					
P/E	26.8	23.5	20.8	18.5	16.5
P/B	6.3	5.5	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	18.0	15.4	13.4	11.1	9.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

