

Q2 业绩增长减速，上半年回款进度较优

买入 (维持)

——五粮液 (000858) 点评报告

2023 年 08 月 28 日

报告关键要素:

公司 8 月 26 日发布 2023 年中报。

投资要点:

收入利润端: Q2 业绩增长减速。2023 年上半年, 公司实现营业总收入 455.06 亿元 (YoY+10.39%), 实现归母净利润 170.37 亿元 (YoY+12.83%), 扣非归母净利润 169.41 亿元 (YoY+12.12%), 营收利润持续双位数增长, 其中 23Q2 单季营收、归母净利润分别为 143.68/44.95 亿元, 同比分别增长 5.07%/+5.11%。今年以来消费行业整体呈弱复苏态势, 消费者信心仍处于较低水平, 加上公司主动调整销售策略优化渠道, 二季度公司业绩表现不佳。

现金端: 上半年整体回款进度较好, Q2 回款降速。2023H1 销售回款 430.52 亿元, 同比增长 36.96%, 经营性现金净流入 113.30 亿元, 同比增长 500.42%, 回款增速明显高于收入增速。2023Q2 销售回款 144.15 亿元, 同比减少 18.55%, 环比减少 49.66%, 经营性现金净流入 17.94 亿元, 同比减少 66.07%, 环比减少 81.19%, 回款进度明显降速。2023 年 6 月末合同负债 36.49 亿元, 较去年同期增加 17.72 亿元, 较 3 月末减少 18.87 亿元, 整体来看期末合同负债处于历史正常水平。

产品端: 毛利率稳步提升, 销量增长驱动收入。**五粮液酒:** 2023H1 毛利率 86.80%, 较上年同期增长 0.42 个 pct, 营业收入 351.79 亿元, 较上年同期增长 10.03%, 销量 2.16 万吨, 同比增长 12.21%, 吨价 162.95 万元/吨, 同比减少 5.00%, 公司持续优化产品体系, 推动渠道建设, 核心大单品动销有力有序。**其他酒产品:** 2023H1 毛利率 60.65%, 较上年同期增长 0.90 个 pct, 营业收入 67.13 亿元, 较上年同期正增长 2.65%, 销量 7.11 万吨, 同比增长 33.66%, 吨价 9.44 万元/吨, 同比减少 23.20%。上半年五粮液浓香酒动销较好, 销售量增加。公司产品收入提升均由量增驱动, 毛利率保持小幅提升, 收入增长稳健。

费用端: 控费成效显著, 净利率保持稳定。2023H1, 公司毛利率为 76.78%, 较去年同期下降 0.14 个 pct。销售费用率为 9.49%, 同比下降 0.73 个 pct; 管理费用率为 3.86%, 同比下降 0.10 个 pct。综上, 上半年净利率同比增长 0.65 个 pct 至 39.10%。2023Q2, 公司毛利率为

基础数据

总股本 (百万股)	3,881.61
流通 A 股 (百万股)	3,881.53
收盘价 (元)	157.49
总市值 (亿元)	6,113.14
流通 A 股市值 (亿元)	6,113.02

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

22 年产品结构持续优化, 23Q1 强势复苏渠道建设成效凸显, 营收持续稳健增长产品价值实现稳步提升, 营收持续增长彰显稳固根基

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	73968.64	81906.96	90795.79	101651.58
增长比率 (%)	11.72	10.73	10.85	11.96
净利润 (百万元)	26690.66	30359.17	33876.80	38268.80
增长比率 (%)	14.17	13.74	11.59	12.96
每股收益 (元)	6.88	7.82	8.73	9.86
市盈率 (倍)	22.90	20.14	18.05	15.97
市净率 (倍)	5.36	4.73	4.18	3.70

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

73.27%，同比下降 0.65 个 pct。销售费用率为 15.37%，同比下降 0.57 个 pct；管理费用率为 4.59%，同比下降 0.18 个 pct。综上，净利率同比下滑 0.15 个 pct 至 32.61%。整体来看，尽管由于公司产业结构调整导致毛利率小幅下滑，但费用端公司控费良好，净利率相对保持稳定。

盈利预测与投资建议：受消费市场弱复苏影响，以及公司主动调整销售策略，公司二季度营收及利润增速均有所回落，但预计下半年双节旺季以及商务复苏，公司全年大概率能完成双位数业绩增长目标，公司股价经过调整后性价比逐渐显现。我们根据最新数据略微下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 304/339/383 亿元（调整前 2023-2025 年归母净利润为 308/350/397 亿元），同比增长 13.74%/11.59%/12.96%，对应 EPS 为 7.82/8.73/9.86 元/股，8 月 28 日收盘价对应 PE 为 20/18/16 倍，维持“买入”评级。

风险因素：政策风险、高端酒需求不及预期风险、竞争加剧风险

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	73969	81907	90796	101652
同比增速 (%)	11.72	10.73	10.85	11.96
营业成本	18178	19179	21048	23357
毛利	55790	62728	69748	78295
营业收入 (%)	75.42	76.58	76.82	77.02
税金及附加	10749	11859	13255	14776
营业收入 (%)	14.53	14.48	14.60	14.54
销售费用	6844	7865	8680	9628
营业收入 (%)	9.25	9.60	9.56	9.47
管理费用	3068	3571	3901	4338
营业收入 (%)	4.15	4.36	4.30	4.27
研发费用	236	223	260	297
营业收入 (%)	0.32	0.27	0.29	0.29
财务费用	-2026	-2687	-3105	-3583
营业收入 (%)	-2.74	-3.28	-3.42	-3.52
资产减值损失	-26	-6	-8	-11
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	187	235	262	280
投资收益	93	119	126	139
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	3	1	1	2
营业利润	37174	42246	47139	53248
营业收入 (%)	50.26	51.58	51.92	52.38
营业外收支	-71	-94	-88	-87
利润总额	37104	42152	47051	53161
营业收入 (%)	50.16	51.46	51.82	52.30
所得税费用	9133	10332	11544	13053
净利润	27971	31820	35508	40108
营业收入 (%)	37.81	38.85	39.11	39.46
归属于母公司的净利润	26691	30359	33877	38269
同比增速 (%)	14.17	13.74	11.59	12.96
少数股东损益	1280	1461	1631	1840
EPS (元/股)	6.88	7.82	8.73	9.86

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	6.88	7.82	8.73	9.86
BVPS	29.38	33.29	37.65	42.58
PE	22.90	20.14	18.05	15.97
PEG	1.62	1.47	1.56	1.23
PB	5.36	4.73	4.18	3.70
EV/EBITDA	16.91	12.64	10.98	9.37
ROE	23.41%	23.50%	23.18%	23.15%
ROIC	22.58%	22.14%	21.63%	21.45%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	92358	107406	124077	143408
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	156	18787	17941	14538
存货	15981	16820	18346	20458
预付款项	136	231	221	234
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	28935	12349	17165	24769
流动资产合计	137566	155593	177751	203408
长期股权投资	1986	2308	2461	2644
固定资产	5313	6255	7094	7846
在建工程	3773	3076	2833	2617
无形资产	519	555	595	608
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	2043	2043	2043	2043
其他非流动资产	1513	1283	967	434
资产总计	152715	171115	193744	219602
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8135	7109	8438	9491
预收账款	16	22	20	24
合同负债	12379	13189	15217	16284
应付职工薪酬	3376	4060	4222	4656
应交税费	5302	6738	7032	7840
其他流动负债	6552	6404	6655	8175
流动负债合计	35759	37522	41585	46471
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	271	268	265	263
负债合计	36031	37790	41850	46734
归属于母公司的所有者权益	114025	129205	146143	165277
少数股东权益	2659	4120	5751	7590
股东权益	116684	133325	151894	172868
负债及股东权益	152715	171115	193744	219602

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	24431	31262	34799	39364
投资	-6	-322	-153	-183
资本性支出	-1734	-799	-1130	-822
其他	23	89	96	109
投资活动现金流净额	-1716	-1032	-1186	-897
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-12681	-15180	-16938	-19134
其他	-424	-3	-3	-2
筹资活动现金流净额	-13105	-15183	-16941	-19137
现金净流量	9609	15048	16671	19331

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场