

渠道建设成效凸显，营收持续稳健增长

买入 (维持)

——五粮液 (000858) 2022 年中报点评报告

2022 年 08 月 26 日

报告关键要素:

公司 8 月 25 日晚发布 2022 年半年度报告, 22H1 公司实现营业总收入 412.22 亿元 (YoY+12.17%), 实现归母净利润 150.99 亿元 (YoY+14.38%); 其中, Q2 实现营业总收入 136.74 亿元 (YoY+10.03%), 实现归母净利润 42.76 亿元 (YoY+10.30%), 业绩基本符合预期。

投资要点:

营收持续稳健增长, 产品竞争力持续提升: 公司上半年营收同比增长 12.17%, 归母净利润同比增长 14.38%, 继续保持营收利润两位数增长。

分产品看, 2022 年上半年五粮液产品实现营业收入 319.73 亿元, 较上年同期增长 17.82%, 销量同比提升 15.13%, 毛利率较上年同期增长 0.22 个 pct 至 86.38%, 核心大单品第八代五粮液千元价格带地位持续巩固, 经典五粮液冲刺 2000 元以上价格带, 文化定制产品研发渐成体系, 持续打造五粮液品牌价值; 五粮浓香产品实现营业收入 65.40 亿元, 较上年同期降低 6.09%, 销量同比下降 47.76%, 毛利率较上年同期增长 1.75 个 pct 至 59.75%, 营收与销量下滑主因为公司优化产品结构, 聚焦中高价产品, 同时受国内疫情反复及去年同期高基数综合影响。

渠道建设成效凸显, 营销业绩稳步提升, 公司今年上半年经销/直销模式毛利率分别为 78.32%/86.93%, 比上年同期分别提升 2.85 个 pct 和 0.38 个 pct。公司持续开拓新零售、高端团购消费和新零售互联网直销体系等渠道, 直销模式营业收入较上年同期增长 4.15%。公司持续优化渠道建设, 全国各品牌样板市场打造有力推进, 营销活动有效开展, 商家结构持续优化, 经销商数量较去年同期增加 81 家, 经销模式销售收入大幅提升, 较上年同期增长 19.99%。

盈利能力稳步提高, 毛利率持续增长: 在产品与渠道结构不断优化的作用下, 22H1 公司销售毛利率为 76.92%, 同比增长 1.96 个 pct。销售费用率为 10.22%, 同比增长 0.55 个 pct; 管理费用率为 3.96%, 同比下降 0.21 个 pct。净利率同比提升 0.78 个 pct 至 38.45%。

盈利预测与投资建议: 公司作为白酒浓香头部品牌, 核心大单品第八代五粮液整体保持“价稳量升”, 产品价值进一步彰显, 渠道运营持续优化。我们维持公司 22-24 年盈利预测, 预计公司 2022-2024 年实现归母

基础数据

总股本 (百万股)	3,881.61
流通 A 股 (百万股)	3,881.45
收盘价 (元)	169.41
总市值 (亿元)	6,575.83
流通 A 股市值 (亿元)	6,575.56

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

产品价值实现稳步提升, 营收持续增长彰显稳固根基

渠道策略落地利好动销表现, 夯实根基谋求长远发展

业绩符合预期稳定市场信心, 产品渠道优化夯实自身竞争优势

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

研究助理:

叶柏良

电话: 18125933783

邮箱: yebl@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	66209.05	76903.08	87692.34	98856.44
增长比率 (%)	16	16	14	13
净利润 (百万元)	23377.07	27714.24	32094.85	36601.36
增长比率 (%)	17	19	16	14
每股收益 (元)	6.02	7.14	8.27	9.43
市盈率 (倍)	28.13	23.73	20.49	17.97
市净率 (倍)	6.64	5.82	5.10	4.47

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

净利润 277/321/366 亿元，同比增长 19%/16%/14%，对应 EPS 为 7.14/8.27/9.43 元/股，8 月 25 日股价对应 PE 为 24/20/18 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，疫情风险。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	66209	76903	87692	98856
%同比增速	16%	16%	14%	13%
营业成本	16319	18893	21224	23640
毛利	49890	58010	66468	75217
%营业收入	75%	75%	76%	76%
税金及附加	9790	11091	12709	14352
%营业收入	15%	14%	14%	15%
销售费用	6504	7690	8594	9688
%营业收入	10%	10%	10%	10%
管理费用	2900	3230	3508	3757
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	177	194	222	253
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-1732	-2406	-2809	-3275
%营业收入	-3%	-3%	-3%	-3%
资产减值损失	-8	0	0	0
信用减值损失	-3	0	0	0
其他收益	216	239	273	310
投资收益	97	122	136	153
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	-2	0	0	-1
营业利润	32552	38571	44653	50905
%营业收入	49%	50%	51%	51%
营业外收支	-102	-124	-120	-118
利润总额	32450	38448	44533	50786
%营业收入	49%	50%	51%	51%
所得税费用	7943	9400	10892	12421
净利润	24507	29047	33641	38365
%营业收入	37%	38%	38%	39%
归属于母公司的净利润	23377	27714	32095	36601
%同比增速	17%	19%	16%	14%
少数股东损益	1130	1333	1546	1763
EPS (元/股)	6.02	7.14	8.27	9.43

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	6.02	7.14	8.27	9.43
BVPS	25.52	29.09	33.23	37.94
PE	28.13	23.73	20.49	17.97
PEG	1.64	1.28	1.30	1.28
PB	6.64	5.82	5.10	4.47
EV/EBITDA	24.73	15.37	12.99	11.06
ROE	24%	25%	25%	25%
ROIC	23%	23%	23%	23%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	82336	96271	112524	131359
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	23923	26847	30971	34780
存货	14015	16442	18390	20513
预付款项	196	256	277	312
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1668	2213	2419	2766
流动资产合计	122138	142030	164580	189730
长期股权投资	1911	2011	2121	2216
固定资产	5610	6189	6611	6921
在建工程	2646	2150	1785	1529
无形资产	556	623	712	781
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	1684	1684	1684	1684
其他非流动资产	1074	720	577	529
资产总计	135621	155409	178073	203393
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6276	6607	7669	8450
预收账款	11	19	19	23
合同负债	13059	14737	15918	17021
应付职工薪酬	3336	4118	4530	5081
应交税费	5192	6499	7233	8221
其他流动负债	5742	6305	8043	9918
流动负债合计	33616	38285	43412	48714
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	613	542	485	440
负债合计	34229	38827	43898	49154
归属于母公司的所有者权益	99068	112926	128973	147274
少数股东权益	2323	3656	5203	6966
股东权益	101392	116582	134176	154240
负债及股东权益	135621	155409	178073	203393

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	26775	28526	33015	37791
投资	-6	-100	-110	-95
资本性支出	-1533	-654	-654	-639
其他	42	92	106	123
投资活动现金流净额	-1497	-662	-658	-610
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	-10874	-13857	-16047	-18301
其他	-395	-71	-57	-45
筹资活动现金流净额	-11269	-13928	-16104	-18346
现金净流量	14008	13935	16253	18835

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注册为证券分析师，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

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

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。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。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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