

2023年04月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

如期开门红，高质量稳增长

—五粮液（000858.SZ）公司事件点评报告 买入（维持） 事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2023年4月28日，五粮液发布2022年年报和2023年一季度报。

基本数据

2023-04-28

当前股价（元）	169
总市值（亿元）	6560
总股本（百万股）	3882
流通股本（百万股）	3882
52周价格范围（元）	133.5-217.6
日均成交额（百万元）	3565.61

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《五粮液（000858）：春节动销反馈积极，全年稳中求进》2023-02-10
- 2、《五粮液（000858）：动销持续改善，改革持续推进》2023-01-19
- 3、《五粮液（000858）：1218大会反馈积极，明年继续稳增长》2022-12-19

投资要点

业绩稳增长，一季度开门红

2022年营收739.69亿元（同增12%），归母净利润266.91亿元（同增14%）。2022Q4总营收181.89亿元（同增10%），归母净利润67.01亿元（同增11%）。2023Q1总营收311.39亿元（同增13%），归母净利润125.42亿元（同增16%），一季度开门红。2022年毛利率75.42%（同增0.1pct），其中2022Q4毛利率73.74%（同减2pct），2023Q1毛利率78.39%（同减0.01pct）。2022年净利率37.81%（同增1pct），2022Q4净利率38.54%（同增0.1pct），2023Q1净利率42.09%（同增1pct）。2022年销售费用率为9.25%（同减1pct），2022Q4为5.30%（同减1pct），2023Q1为6.78%（同减1pct）。2022年管理费用率为4.15%（同减0.2pct），2022Q4为4.60%（同增0.1pct），2023Q1为3.52%（同减0.03pct）。2022年销售回款817.71亿元（同增1%），2022Q4为327.46亿元（同增13%），2023Q1为286.37亿元（同增108%）。2022年经营活动现金流净额244.31亿元（同减9%），2022Q4为136.46亿元（同增20%），2023Q1为95.36亿元（同增380%）。截至2023Q1末，合同负债55.36亿元，环减68.43亿元。

产品结构优化，渠道运作深化

分产品看，2022年酒类营收675.62亿元（同增9%），其中五粮液酒产品/其他酒产品营收分别为553.35/122.27亿元，分别同比+13%/-3%，分别占比82%/18%。产品结构持续优化，八代五粮液包装升级，上新多款文化酒，同时提升五粮春等战略大单品品牌力。分渠道看，2022年经销/直销营收分别为404.92/270.70亿元，分别占比60%/40%，分别同比+7%/+13%。公司将21个营销战区调整为26个营销大区，新增专卖店近百家，加快消费者触达速度。分区域看，2022年东部/南部/西部/北部/中部区域营收分别为189.86/74.82/215.28/84.15/111.42亿元，分别同比+1%/+1%/27%/+12%/+1%，分别占比28%/11%/32%/12%/16%。量价拆分来看，2022年五粮液产品/其他酒产品销量分别为

3.28/9.44 万吨，分别同比+12.21%/-38.13%；吨价分别为 168.87/12.95 万元/吨，分别同比+0.4%/+57%。截至 2022 年末，经销商 2489 家，专卖店经销商 1630 家。2023 年公司继续推进品牌品质、营销创新、高质量倍增三大过程，保持双位数的收入增长目标。

■ 盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 分别为 8.05/9.32/10.66 元，当前股价对应 PE 分别为 21/18/16 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、旺季增长不及预期、批价上行不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	73,969	85,242	97,234	110,034
增长率（%）	11.7%	15.2%	14.1%	13.2%
归母净利润（百万元）	26,691	31,248	36,193	41,359
增长率（%）	14.2%	17.1%	15.8%	14.3%
摊薄每股收益（元）	6.88	8.05	9.32	10.66
ROE（%）	22.9%	23.1%	23.1%	22.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	92,358	108,957	129,826	150,981
应收款	187	467	799	1,206
存货	15,981	17,805	19,097	20,368
其他流动资产	29,040	29,835	30,143	33,010
流动资产合计	137,566	157,065	179,865	205,565
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	5,311	7,219	7,643	7,496
在建工程	3,771	1,508	603	241
无形资产	519	493	467	442
长期股权投资	1,986	2,036	2,076	2,106
其他非流动资产	3,562	3,562	3,562	3,562
非流动资产合计	15,149	14,819	14,352	13,848
资产总计	152,715	171,884	194,217	219,412
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	8,135	8,458	8,845	9,052
其他流动负债	15,245	15,245	15,245	15,245
流动负债合计	35,759	36,548	37,410	37,863
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	271	271	271	271
非流动负债合计	271	271	271	271
负债合计	36,031	36,819	37,681	38,135
所有者权益				
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
股东权益	116,684	135,065	156,535	181,277
负债和所有者权益	152,715	171,884	194,217	219,412

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	27971	32755	37939	43354
少数股东权益	1280	1507	1745	1994
折旧摊销	505	380	506	533
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-5324	-2112	-1069	-4092
经营活动现金净流量	24431	32530	39121	41789
投资活动现金净流量	-1716	304	441	480
筹资活动现金净流量	-6116	-14374	-16468	-18612
现金流量净额	16,599	18,460	23,094	23,657

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	73,969	85,242	97,234	110,034
营业成本	18,178	20,220	22,782	25,677
营业税金及附加	10,749	12,275	13,904	15,625
销售费用	6,844	8,865	9,992	11,222
管理费用	3,068	3,410	3,792	4,181
财务费用	-2,026	-3,051	-3,635	-4,227
研发费用	236	272	310	351
费用合计	8,122	9,496	10,459	11,527
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	93	80	60	40
营业利润	37,174	43,444	50,235	57,320
加:营业外收入	39	30	28	25
减:营业外支出	110	90	80	75
利润总额	37,104	43,384	50,183	57,270
所得税费用	9,133	10,629	12,245	13,917
净利润	27,971	32,755	37,939	43,354
少数股东损益	1,280	1,507	1,745	1,994
归母净利润	26,691	31,248	36,193	41,359

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	11.7%	15.2%	14.1%	13.2%
归母净利润增长率	14.2%	17.1%	15.8%	14.3%
盈利能力				
毛利率	75.4%	76.3%	76.6%	76.7%
四项费用/营收	11.0%	11.1%	10.8%	10.5%
净利率	37.8%	38.4%	39.0%	39.4%
ROE	22.9%	23.1%	23.1%	22.8%
偿债能力				
资产负债率	23.6%	21.4%	19.4%	17.4%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	396.6	182.5	121.7	91.3
存货周转率	1.1	1.8	1.9	2.0
每股数据(元/股)				
EPS	6.88	8.05	9.32	10.66
P/E	24.6	21.0	18.1	15.9
P/S	8.9	7.7	6.7	6.0
P/B	5.8	5.0	4.4	3.8

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。