

符合预期，利润水平持续提升

——五粮液 2022 年报及 2023 年一季报点评

买入|维持

● 事件

公司公告 2022 年报及 2023 年一季报。2022 年，公司实现总收入 739.69 亿元 (+11.72%)，归母净利润 266.91 亿元 (+14.17%)，扣非归母净利润 266.63 亿元 (+14.30%)。22Q4 单季，公司实现总收入 181.89 亿元 (+10.31%)，归母净利润 67.01 亿元 (+10.77%)，扣非归母净利润 66.43 亿元 (+9.95%)。23Q1，公司实现总收入 311.39 亿元 (+13.03%)，归母净利润 125.42 亿元 (+15.89%)，扣非归母净利润 124.56 亿元 (+14.89%)。公司拟每 10 股派发现金红利 37.82 元（含税），分红率为 55.00%。

● 22 年五粮液产品收入+13%，西部地区引领增长

1) 自主品牌五粮液增长稳健。22 年，公司五粮液、其他酒收入分别为 553.35、122.27 亿元，同比+12.67%、-3.11%；二者销量分别同比+12.21%、-38.13%，推算单价分别同比+0.41%、+56.60%，其他酒单价大幅提升，主要由于五粮浓香公司优化产品结构，向中高价位产品聚焦；22H2，五粮液、其他酒收入增速分别为+6.31%、+0.55%，其他酒 22H2 已恢复正常增长。
 2) 直销渠道占比提升。22 年，公司经销、直销收入分别为 404.92、270.70 亿元，同比+7.19%、+13.00%；22H2，二者收入增速分别为-5.64%、+28.34%，下半年直销渠道韧性强。22 年末，公司终端门店数为 1,630 家，同比+5.50%，五粮液、五粮浓香经销商数量分别为 2,489、655 个，年内净增 435、53 个。
 3) 西部区域收入增长领先。22 年，公司东部、南部、西部、北部、中部区域收入分别为 189.86、74.82、215.38、84.15、111.42 亿元，同比+1.08%、+0.69%、+26.85%、+11.67%、+1.25%。
 4) 23Q1 末合同负债同比提升。22 年末，公司合同负债为 123.79 亿元，同比-5.20%，23Q1 末，合同负债为 55.36 亿元，同比+53.48%。

● 22 年主营业务毛利率同比+1.59pct，归母净利率稳步提升

1) 归母净利率稳步提升。22 年，公司毛利率为 75.42%，同比+0.07pct，主营业务毛利率同比+1.59pct（其中五粮液、其他酒毛利率分别同比+0.97、+1.00pct），归母净利率为 36.08%，同比+0.78pct；23Q1 毛利率为 78.39%，同比-0.02pct，归母净利率为 40.28%，同比+0.99pct。
 2) 费用率持续下降。22 年，公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.57、-0.23、+0.05、-0.12pct，研发投入有所加大；23Q1，四费率分别同比-0.60、-0.03、+0.05、-0.11pct。

● 成功应对消费场景冲击，经典五粮液打造第二支柱

1) 成功应对消费场景冲击，新领导班子验证实力。短期来看，虽普五批价有所波动（据今日酒价数据，截至 23 年 4 月 28 日，普五批价为 955 元/瓶），但五粮液作为浓香白酒龙一，品牌优势领先，在以曾从钦先生、蒋文格先生为核心的新领导班子的带领下，22 年 2 月以来，面对消费场景波动，仍实现收入双位数增长，利润率持续提升，23Q1 实现收入、业绩开门红。
 2) 打造第二支柱——经典五粮液。公司年份酒系列“经典五粮液”已成功导入市场，进入全面布局阶段，通过尊享品鉴会、VIP 专属品鉴会，培育消费意见领袖和消费圈层，发力 2000+ 元价格带，打造公司第二根产品支柱。

● 投资建议

公司是中国浓香第一酒，拥有独特竞争优势，新领导班子坚持产品&渠道改革，立足第八代普五，坚持打造经典五粮液第二支柱。我们预计 2023/2024/2025 年公司归母净利润分别为 315.43/364.51/415.64 亿元，同比增长 18.18%/15.56%/14.02%，对应 4 月 28 日 PE 分别为 21/18/16 倍（市值 6,560 亿元），维持“买入”评级。

● 风险提示

消费场景波动风险、竞争过剧风险、政策调整风险。

附表：盈利预测

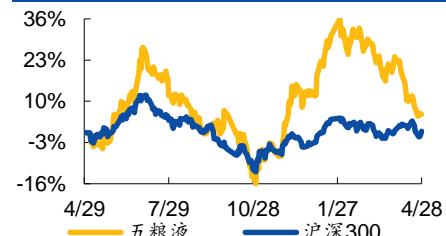
财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66209.05	73968.64	85523.83	97935.81	110721.99
收入同比(%)	15.51	11.72	15.62	14.51	13.06
归母净利润(百万元)	23377.07	26690.66	31543.20	36451.34	41563.54
归母净利润同比(%)	17.15	14.17	18.18	15.56	14.02
ROE(%)	23.60	23.41	23.57	23.45	23.09
每股收益(元)	6.02	6.88	8.13	9.39	10.71
市盈率(P/E)	28.06	24.58	20.80	18.00	15.78

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 217.6 / 133.5
 A 股流通股 (百万股): 3881.45
 A 股总股本 (百万股): 3881.61
 流通市值 (百万元): 655964.25
 总市值 (百万元): 655991.75

过去一年股价走势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

《国元证券公司研究-五粮液（000858）三季报点评：业绩增 15%，利润率持续提升》2022.10.28

报告作者

分析师 邓晖
 执业证书编号 S0020522030002
 电话 021-51097188
 邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊

执业证书编号 S0020522090001
 电话 021-51097188
 邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

分析师 袁帆

执业证书编号 S0020522110001
 电话 021-51097188
 邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表						利润表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	122137.73	137565.77	157547.28	181707.11	208578.75	营业收入	66209.05	73968.64	85523.83	97935.81	110721.99
现金	82335.96	92358.43	107169.38	127422.77	150119.65	营业成本	16318.78	18178.43	20689.56	23317.81	26084.56
应收账款	64.19	35.69	59.93	66.68	72.67	营业税金及附加	9789.70	10748.80	12828.57	14396.56	16355.77
其他应收款	26.29	30.90	38.19	41.98	47.92	营业费用	6503.51	6844.24	7697.14	8814.22	9964.98
预付账款	195.65	135.98	217.63	227.38	251.16	管理费用	2899.97	3068.12	3420.95	4123.10	4550.67
存货	14015.07	15980.66	18096.50	20368.08	22819.33	研发费用	177.41	235.78	266.88	293.57	322.92
其他流动资产	25500.57	29024.12	31965.67	33580.22	35268.02	财务费用	-1731.70	-2026.35	-3063.27	-3489.47	-4147.60
非流动资产	13483.09	15148.96	15640.56	16703.55	17514.44	资产减值损失	-7.53	-26.21	-14.00	-16.99	-17.53
长期投资	1911.23	1986.39	1938.60	1949.97	1952.25	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5610.15	5312.97	7497.64	8980.50	10060.36	投资净收益	97.35	92.57	94.32	94.24	93.99
无形资产	556.40	518.52	518.52	518.52	518.52	营业利润	32552.43	37174.42	43956.35	50751.30	57859.57
其他非流动资产	5405.31	7331.08	5685.80	5254.56	4983.32	营业外收入	52.10	38.89	43.59	43.44	42.73
资产总计	135620.81	152714.73	173187.84	198410.66	226093.19	营业外支出	154.12	109.79	188.00	156.28	159.11
流动负债	33615.60	35759.15	34794.47	36661.32	37772.81	利润总额	32450.40	37103.52	43811.93	50638.45	57743.19
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	7942.95	9132.89	10751.45	12433.97	14181.52
应付账款	5403.56	7246.80	7195.09	8439.94	9477.54	净利润	24507.45	27970.63	33060.48	38204.48	43561.67
其他流动负债	28212.04	28512.34	27599.39	28221.38	28295.27	少数股东损益	1130.38	1279.97	1517.29	1753.14	1998.13
非流动负债	613.33	271.39	382.80	384.09	364.87	归属母公司净利润	23377.07	26690.66	31543.20	36451.34	41563.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	31343.46	35724.99	41475.82	48037.44	54649.43
其他非流动负债	613.33	271.39	382.80	384.09	364.87	EPS (元)	6.02	6.88	8.13	9.39	10.71
负债合计	34228.93	36030.54	35177.27	37045.41	38137.68						
少数股东权益	2323.39	2659.13	4176.42	5929.55	7927.69						
股本	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61						
资本公积	2682.65	2682.65	2682.65	2682.65	2682.65						
留存收益	92504.24	107460.80	127269.90	148871.45	173463.57						
归属母公司股东权益	99068.50	114025.06	133834.15	155435.70	180027.83						
负债和股东权益	135620.81	152714.73	173187.84	198410.66	226093.19						

现金流量表						主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	26774.94	24431.14	27923.59	34862.02	38873.76	成长能力					
净利润	24507.45	27970.63	33060.48	38204.48	43561.67	营业收入(%)	15.51	11.72	15.62	14.51	13.06
折旧摊销	522.74	576.92	582.73	775.61	937.46	营业利润(%)	16.98	14.20	18.24	15.46	14.01
财务费用	-1731.70	-2026.35	-3063.27	-3489.47	-4147.60	归属母公司净利润(%)	17.15	14.17	18.18	15.56	14.02
投资损失	-97.35	-92.57	-94.32	-94.24	-93.99						
营运资金变动	1546.70	-4119.41	-2783.28	-739.77	-1247.19						
其他经营现金流	2027.10	2121.92	221.24	205.40	-136.59						
投资活动现金流	-1496.85	-1716.45	-1495.76	-1687.81	-1678.50						
资本支出	1539.13	1780.53	1643.56	1676.43	1709.96						
长期投资	5.63	5.63	-47.79	11.37	2.28						
其他投资现金流	47.90	69.71	100.01	-0.01	33.74						
筹资活动现金流	-11269.46	-13105.43	-11616.89	-12920.81	-14498.38						
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他筹资现金流	-11269.46	-13105.43	-11616.89	-12920.81	-14498.38						
现金净增加额	14008.17	9609.39	14810.95	20253.39	22696.87						

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188