

买入

2023年5月4日

逆势下彰显业绩韧性，长期规划稳中求进

➤ **经营业绩彰显韧性：**公司 2022FY 共计实现收入、归母净利润分别为 739.7/266.9 亿元，同比+11.7%/+14.2%，其中酒类/非酒类产品分别实现收入 675.6/64.1 亿元，同比+9.4%/+43.1%，酒类业务稳健增长，非酒类产品相关产业因积极开拓市场成效显著。公司拟每 10 股派息 37.82 元，分红率提升至 55.0%。2023Q1 公司实现收入、归母净利润分别为 311.4/125.4 亿元，同比+13.0%/+15.9%，业绩开门红如期而至。截止 23Q1 末，公司合同负债 55.4 亿元，同比+19.3 亿元，应收票据 1.2 亿元，同比-99%，收现比为 92.0%，同比+42.1pct，整体回款质量大幅提高。

➤ **产品结构持续优化，盈利能力稳步提升：**分产品看，22FY 五粮液产品实现收入 553.4 亿元，同比+12.7%，其中量增+12.2%至 3.3 万吨，平均吨价同比+0.4%，毛利率提升+0.97pct 至 86.6%；系列酒产品实现收入 122.3 亿元，同比-3.1%，其中销量同比-38.1%至 9.4 吨，主因期内浓香公司主动向中高价位产品聚焦，以及上年同期低价位产品销量呈较高基数所致，此背景下系列酒产品平均吨价同比+56.6%，毛利率同比+1.0pct 至 60.7%，结构优化推动显著。综合来看，公司全年共清理品牌 12 个，产品结构持续优化，叠加核心产品出厂价的提升影响，公司全年酒类业务平均吨价大幅上涨+56.5%，综合毛利率同比+1.59pct 至 81.9%。经营费用方面，公司全年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别同比-0.57/-0.23/+0.05pct，归母净利率同比+0.78pct 至 36.1%。23Q1 单季毛利率/归母净利率分别同比-0.01/+0.99pct 至 78.4%/40.3%，盈利持续改善能力得到验证。

➤ **营销变革存在后劲：**分销售模式看，22FY 公司经销、直销模式分别实现收入 404.9/270.7 亿元，同比+7.2%/+13.0%。公司期内持续强化传统终端渠道建设，截止 22 年末，公司五粮液/系列酒经销商分别为 2,489/655 家，同比+435/53 家，门店销售终端合计 1,630 个，同比+85 个。直销模式上，公司大力拓展团购渠道发展，加快推进智慧门店 2.0 建设，直销模式增长显著。期内公司将 21 个营销战区进一步调整为 26 个，预计后续营销管理将更为精细化，市场反应速度及精准性有望进一步提高。

➤ **目标价 225.73 元，买入评级：**2023 年 Q1 开局稳健，全年经营目标规划上，营业收入将保持两位数以上增长。长远看，2025 年公司剑指千亿大关。今年随外部环境压力逐渐缓解，我们预计公司改革效益有望加速落地，后续随市场需求逐步回暖，有望拉开核心产品批价及公司经营情况的更高发展空间，预计公司长期发展趋势将稳中向好。综上所述，预计 2023-2025 年公司净利润有望分别实现 312.9/362.2/413.7 亿元，复合增速 15.0%，目标价 225.73 元，相当于 2023 年盈利预测 28 倍 PE，距离当前有 33.6%的预期涨幅，维持买入评级。

➤ **重要风险：**1) 食品安全；2) 消费恢复不达预期；3) 行业竞争加剧。

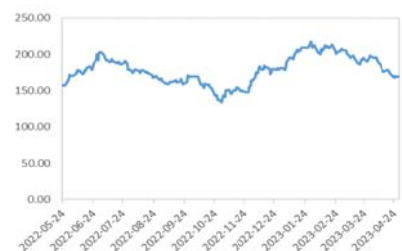
邹炜
Wilson.zou@firstshanghai.com.hk
852 2532 1539
主要数据

行业	白酒/食品饮料
股价	169.00 元
目标价	225.73 元 (+33.6%)
股票代码	000858
总股本	38.82 亿股
总市值	6559.92 亿元
52 周高/低	219.89 元/132.33 元
每股净资产	32.61 元
主要股东	宜宾发展控股集团 (34.43%)

盈利摘要

日财政年度	2021历史	2022历史	2023预测	2024预测	2025预测
收入 (百万元)	66,209	73,969	85,278	97,194	109,323
变动 (%)	15.5%	11.7%	15.3%	14.0%	12.5%
净利润 (百万元)	23,377	26,691	31,293	36,224	41,372
变动 (%)	17.2%	14.2%	17.2%	15.8%	14.2%
每股收益 (元)	6.02	6.88	8.06	9.33	10.66
市盈率@169元 (倍)	28.1	24.6	21.0	18.1	15.9
每股派息 (元)	3.0	3.8	4.4	5.1	5.9
股息现价比 (%)	1.8%	2.2%	2.6%	3.0%	3.5%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表

财务年度截至12月31日 (人民币:百万元)

	2021	2022	2023	2024	2025
	实际	实际	预测	预测	预测
营业总收入	66,209.1	73,968.6	85,277.6	97,194.1	109,322.9
营业收入	66,209.1	73,968.6	85,277.6	97,194.1	109,322.9
毛利	49,890.3	55,790.2	64,880.0	74,921.6	84,974.9
营业总成本	33,957.7	37,049.0	42,069.7	46,830.2	51,801.0
营业成本	16,318.8	18,178.4	20,397.6	22,272.5	24,348.0
销售费用	6,503.5	6,844.2	7,821.6	8,770.4	9,690.2
管理费用	2,900.0	3,068.1	3,492.3	3,949.4	4,432.1
财务费用	(1,731.7)	(2,026.4)	(2,336.2)	(2,656.6)	(2,988.1)
营业利润	32,552.4	37,174.4	43,582.6	50,791.0	58,002.2
营业外收入	52.1	38.9	44.8	51.1	57.5
营业外支出	154.1	109.8	126.6	486.0	546.6
利润总额	32,450.4	37,103.5	43,500.8	50,356.1	57,513.0
所得税	7,943.0	9,132.9	10,707.6	12,395.0	14,156.6
净利润	24,507.5	27,970.6	32,793.3	37,961.1	43,356.4
归母净利润	23,377.1	26,690.7	31,292.6	36,224.0	41,372.4
增速(%)					
营业收入	16%	12%	15%	14%	12%
营业利润	17%	14%	17%	17%	14%
归母净利润	17%	14%	17%	16%	14%

资产负债表

财务年度截至12月31日 (人民币:百万元)

	2021	2022	2023	2024	2025
	实际	实际	预测	预测	预测
货币资金	82,336.0	92,358.4	93,803.2	113,638.2	138,842.1
应收票据及应收账款	23,923.3	155.6	13,880.1	15,819.7	17,793.8
预付款项	195.7	136.0	777.9	886.6	997.2
其他应收款合计	26.3	30.9	33.0	37.6	42.3
存货	14,015.1	15,980.7	17,290.9	19,707.1	22,166.3
固定资产	5,610.1	5,313.0	3,961.7	2,623.3	1,296.0
无形资产	556.4	518.5	478.8	437.2	393.8
商誉	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
资产总额	135,620.8	152,811.9	165,824.1	188,777.2	216,909.0
借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付票据及应付账款	6,275.6	8,134.8	6,147.2	6,712.3	7,337.7
其他应付款合计	3,693.9	4,631.4	3,911.9	4,271.4	4,669.5
负债合计	34,228.9	36,124.9	33,775.2	36,696.3	39,751.9
归属于母公司股东权益合计	99,068.5	114,027.9	129,389.7	149,421.7	174,498.0
少数股东权益	2,323.4	2,659.1	2,659.1	2,659.1	2,659.1
股东权益合计	101,391.9	116,687.0	132,048.8	152,080.8	177,157.1
负债和股东权益合计	135,620.8	152,811.9	165,824.1	188,777.2	216,909.0

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务能力分析

财务年度截至12月31日 (人民币:百万元)

	2021	2022	2023	2024	2025
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率	75%	75%	76%	77%	78%
净利润率	37%	38%	38%	39%	40%
归母净利润率	35%	36%	37%	37%	38%
ROE	26%	26%	26%	27%	26%
ROA	20%	19%	21%	21%	21%
营运表现					
SG&A/收入	14%	14%	14%	13%	13%
实际税率	24%	25%	25%	25%	25%
派息率	50%	55%	55%	55%	55%
存货周转天数	75	74	74	74	74
应收票据及应收账款周转天数	117	59	59	59	59
应付票据及应付账款周转天数	117	145	110	110	110
财务状况					
资产负债率	25%	24%	20%	19%	18%
总资产/股本	134%	131%	126%	124%	122%

现金流量表

财务年度截至12月31日 (人民币:百万元)

	2021	2022	2023	2024	2025
	实际	实际	预测	预测	预测
净利润	24,507.5	27,970.6	32,793.3	37,961.1	43,356.4
固定资产折旧	427.1	440.9	429.9	418.8	407.8
无形资产摊销	37.7	64.0	65.8	67.6	69.5
财务费用	69.6	47.9	0.0	0.0	0.0
存货的减少	(790.6)	(1,964.3)	(1,310.2)	(2,416.2)	(2,459.2)
经营性应收项目的减少	(5,010.7)	(3,969.5)	(13,724.5)	(1,939.6)	(1,974.1)
经营性应付项目的增加	7,348.0	1,814.4	(1,987.6)	565.0	625.5
经营活动产生的现金流量净额	26,774.9	24,431.1	16,266.7	34,656.8	40,025.8
投资活动现金流入小计	47.9	69.7	69.7	69.7	69.7
投资活动现金流出小计	1,544.8	1,786.2	1,786.2	1,786.2	1,786.2
投资活动产生的现金流量净额	(1,496.8)	(1,716.5)	(1,716.5)	(1,716.5)	(1,716.5)
筹资活动现金流入小计	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流出小计	11,269.5	13,105.4	13,105.4	13,105.4	13,105.4
筹资活动产生的现金流量净额	(11,269.5)	(13,105.4)	(13,105.4)	(13,105.4)	(13,105.4)
现金及现金等价物净增加额	14,008.2	9,609.4	1,444.8	19,835.0	25,203.9
期初现金及现金等价物余额	66,967.1	80,975.3	90,584.6	92,029.4	111,864.4
期末现金及现金等价物余额	80,975.3	90,584.6	92,029.4	111,864.4	137,068.3

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。