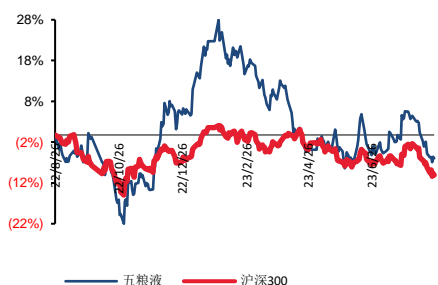


食品饮料 白酒 II

五粮液：Q2 主动控制节奏，销量稳健增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,882/3,882
总市值/流通(百万元)	627,074/627,061
12 个月最高/最低(元)	217.60/133.50

相关研究报告：

五粮液(000858)《五粮液(000858)：今年经营指标超预期完成，来年稳中有进、高质量发展可期》
--2021/12/21

五粮液(000858)《五粮液：主销区疫情汛情影响短期节奏，全年经营目标达成无虞》
--2021/10/30

五粮液(000858)《五粮液：全线量价齐升，直销占比大幅提升》
--2021/08/30

证券分析师：郭梦婕

电话：021-58502206

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190523080002

事件：2023H1 公司实现收入 455.63 亿元，同增 10.39%；实现归母净利润 170.37 亿元，同增 12.83%；实现扣非归母净利润 169.41 亿元，同增 12.12%。2023Q2 公司实现收入 143.68 亿元，同增 5.07%；实现归母净利润 44.95 亿元，同增 5.11%；实现扣非归母净利润 44.85 亿元，同增 5.08%。

Q2 公司主动控制节奏，销量稳健增长。二季度行业淡季下公司主动控制节奏推动终端动销，收入增速环比降速。分产品，2023H1 五粮液/其他酒产品分别实现收入 351.79/67.13 亿元，同增 10.03%/2.65%，销售量分别为 2.15/7.11 万吨，同增 15.82%和 33.66%，吨价分别下滑 5%和 23.2%。普五实现稳健增长，五粮液产品吨价下滑或和产品结构变化有关，公司延续开瓶扫码活动来拉动低度和 1618 动销。其他酒收入销量增长 33.66%，收入端增长 2.65%，或和公司加大产品促销和经销商补贴力度有关。上半年五粮液浓香公司开展一系列活动拉动终端动销，日均开瓶扫码实现两位数以上增长，同时加大宴席端布局，宴席场次增长较快。分渠道看，2023H1 经销/直销模式分别实现收入 243.10/175.82 亿元，同增 7.15%/11.09%。分区域看，东部/南部/西部/北部/中部区域分别实现收入 117.13/35.17/143.66/44.76/78.20 亿元，同比+11.07%/-8.09%/+9.22%/-6.73%/+26.89%。公司优势市场东部和西部增长稳健，中部市场作为第三大市场增速亮眼，南部和北部市场有所下滑。截至 2023H1，公司共有经销商数量 3114 家，同增 99 家。公司全面推进三店（体验店、专卖店、集合店）一家（五粮液酒家）布局，门店销售终端占比超过 10%，期末专卖店 1663 家，较期初增加 33 家。

酒类毛利率小幅提升，合理控费费用率同比下滑。2023H1 公司毛利率为 76.8%，同比-0.14pct，其中酒类产品毛利率 82.6%，同比+0.75pct，五粮液/其他酒产品毛利率 86.8%/60.7%，同增 0.42/0.9pct，酒类产品毛利率稳步提升。2023H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.49%/3.86%/0.30%/-2.75%，同比-0.73/-0.10/+0.05/-0.32pct，费用率控制良好，其中销售费用中促销费同比增长 5.16%，2023H1 公司广告费用 7.59 亿元，同比增长 4.26%。2023H1 公司合同负债为 36.49 亿元，同比增加 17.72 亿元，环比减少 18.87 亿元。

投资建议：预计 23-25 年 EPS 分别为 7.80/8.81/9.99 元，对应当前股价 PE 分别为 21x/18x/16x，我们按照 2024 年业绩给予 22 倍，

一年目标价 193.82 元，维持“买入”评级。

风险提示：白酒市场需求疲软，产品结构升级不及预期等

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	73969	82508	92937	104109
(+/-%)	12%	12%	13%	12%
归母净利(百万元)	26691	30265	34211	38782
(+/-%)	14%	13%	13%	13%
摊薄每股收益(元)	6.88	7.80	8.81	9.99
市盈率(PE)	23	21	18	16

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	82336	92358	139024	172954	208254	营业收入	66209	73969	82508	92937	104109
应收款项	23950	187	4521	4329	4278	营业成本	16319	18178	19395	21666	23639
存货净额	14015	15981	26891	30810	33641	营业税金及附加	9790	10749	11964	13476	15096
其他流动资产	1837	29040	3300	3717	4164	销售费用	6504	6844	7591	8457	9234
流动资产合计	122138	137566	173736	211810	250338	管理费用	2900	3068	3300	3736	3977
固定资产	5608	5311	4567	3901	3258	财务费用	(1732)	(2026)	(1738)	(1859)	(1614)
在建工程	2644	3771	3771	3771	3771	其他费用/(-收入)	105	119	123	124	127
无形资产及其他	556	519	506	493	480	营业利润	32552	37174	42119	47585	53904
长期股权投资	1911	1986	1986	1986	1986	营业外净收支	(102)	(71)	(111)	(100)	(74)
资产总计	135621	152715	188128	225523	263396	利润总额	32450	37104	42008	47485	53830
短期借款	0	0	0	0	0	所得税费用	7943	9133	10292	11634	13188
应付款项	6276	8135	12458	15597	14645	净利润	24507	27971	31716	35851	40641
预收账款	11	16	904	1018	1141	少数股东损益	1130	1280	1451	1641	1860
其他流动负债	27329	27608	27608	27608	27608	归属于母公司净利润	23377	26691	30265	34211	38782
流动负债合计	33616	35759	40970	44224	43394	预测指标					
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	ROE	23%	23%	21%	19%	18%
其他长期负债	613	271	271	271	271	毛利率	75%	75%	76%	77%	77%
长期负债合计	613	271	271	271	271	销售净利率	35%	36%	37%	37%	37%
负债合计	34229	36031	41241	44495	43665	收入增长率	16%	12%	12%	13%	12%
股本	3882	3882	3882	3882	3882	利润增长率	17%	14%	13%	13%	13%
股东权益	101392	116684	146887	181028	219730	总资产周转率	0.49	0.48	0.44	0.41	0.40
负债和股东权益总计	135621	152715	188128	225523	263395	应收账款周转率	2.76	396.60	18.25	21.47	24.33
						存货周转率	1.16	1.14	1.17	1.14	1.15
						资产负债率	25%	24%	22%	20%	17%
						流动比	3.63	3.85	4.24	4.79	5.77
						EPS	6.02	6.88	7.80	8.81	9.99
						BVPS	25.52	29.38	36.78	45.16	54.65
						P/E	26.82	23.49	20.72	18.33	16.17
						P/B	6.33	5.50	4.39	3.58	2.96
						P/S	9.47	8.48	7.60	6.75	6.02

现金流量表(百万)

经营活动现金流	26775	24431	49417	37072	38845
投资活动现金流	(1497)	(1716)	744	666	643
筹资活动现金流	(15256)	23951	(1513)	(1711)	(1939)
现金净增加额	10022	46665	48648	36027	37550

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。