

五粮液 (000858.SZ)

实际动销情况良好，渠道利润矛盾拖累报表表现

2023年08月29日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790122020008

日期	2023/8/28
当前股价(元)	157.49
一年最高最低(元)	219.89/132.33
总市值(亿元)	6,113.14
流通市值(亿元)	6,113.02
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	38.82
近3个月换手率(%)	28.07

● 业绩增速有所放缓，产品动销稳步增长，维持“买入”评级

五粮液2023年上半年营收455.1亿元，同比+10.4%，归母净利润170.4亿元，同比+12.8%。2023Q2营收143.7亿元，同比+5.1%，归母净利润44.9亿元，同比+5.1%。收入业绩低于预期，我们下调2023-2025年盈利预测，预计2023-2025年净利润分别为297.9（-9.5）亿元、336.5（-15.4）亿元、380.8（-20.1）亿元，同比分别+11.6%、+12.9%、+13.1%，EPS分别为7.68（-0.24）、8.67（-0.40）、9.81（-0.52）元，当前股价对应PE分别为20.5、18.2、16.1倍。公司全年定调双位数增长，主要产品动销表现较好，维持“买入”评级。

● 产品吨价下降，收入主要由销量贡献

2023年上半年五粮液产品实现营收351.8亿元，同比+10.0%，其中销量2.2万吨，同比+15.8%，吨价163万元/吨，同比下降5.0%，一方面是1618等战术产品有赠酒等政策释放，另一方面预计文创、定制等高端五粮液产品销量占比下降。其他酒实现营收67.1亿元，同比+2.7%，其中销售量7.1万吨，同比+33.7%，吨价9.4万元/吨，同比下降23.2%，预计低端产品放量导致吨价下滑幅度较大。

● 经销商渠道略有压力，不同区域表现差别较大

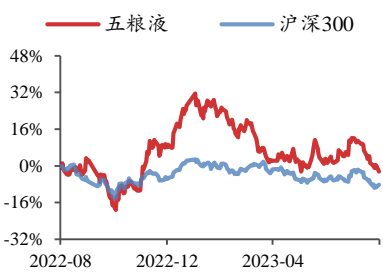
2023年上半年经销商渠道收入243.1亿元，同比+7.2%；直销渠道收入175.8亿元，同比+11.1%。分市场看，上半年东部区域收入117.1亿元，同比+11.1%；南部地区35.2亿元，同比-8.7%；西部地区收入143.7亿元，同比+9.2%；北部区域收入44.8亿元，同比-6.7%；中部区域78.2亿元，同比+26.9%。

● 回款进度略慢于2022年同期，现金流情况承压，毛利率略有下降

2023Q2营业收入+△合同负债为124.8亿元，同比+4.5%。2023Q2销售收现144.2亿元，同比-18.6%，主要系渠道盈利情况改善不明显，回款积极性有所下降。2023H1毛利率76.78%，同比-0.14pct，其中酒类毛利率+0.75pct至82.61%，毛利率下降预计是由于酒类之外的其他业务拖累。2023H1归母净利率37.44%，同比+0.81pct。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《开局良好，彰显实力——公司信息更新报告》-2023.5.4

《品牌优势凸显，业绩确定性高——公司信息更新报告》-2022.11.2

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,209	73,969	81,428	89,861	100,551
YOY(%)	15.5	11.7	10.1	10.4	11.9
归母净利润(百万元)	23,377	26,691	29,793	33,651	38,077
YOY(%)	17.2	14.2	11.6	12.9	13.1
毛利率(%)	75.4	75.4	76.9	77.2	77.8
净利率(%)	37.0	37.8	38.3	39.2	39.7
ROE(%)	24.2	24.0	23.4	22.4	21.5
EPS(摊薄/元)	6.02	6.88	7.68	8.67	9.81
P/E(倍)	26.2	22.9	20.5	18.2	16.1
P/B(倍)	6.2	5.4	4.7	4.0	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	122138	137566	172284	178581	203839
现金	82336	92358	101672	127792	126711
应收票据及应收账款	23923	156	26351	2901	29831
其他应收款	26	31	32	37	40
预付账款	196	136	229	174	277
存货	14015	15981	15096	18772	18075
其他流动资产	1642	28904	28904	28904	28904
非流动资产	13483	15246	15892	16543	17435
长期投资	1911	1986	2156	2325	2495
固定资产	5612	5315	6453	7431	8402
无形资产	556	519	511	505	502
其他非流动资产	5403	7427	6771	6282	6037
资产总计	135621	152812	188176	195124	221274
流动负债	33616	35759	54581	37502	35663
短期借款	0	0	21180	0	0
应付票据及应付账款	6276	8135	6795	9476	8226
其他流动负债	27340	27624	26607	28026	27436
非流动负债	613	366	366	366	366
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	613	366	366	366	366
负债合计	34229	36125	54947	37868	36028
少数股东权益	2323	2659	4088	5706	7537
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	92504	107464	122727	139789	158951
归属母公司股东权益	99068	114028	129141	151550	177709
负债和股东权益	135621	152812	188176	195124	221274

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	26775	24431	3458	57198	9507
净利润	24507	27971	31222	35269	39907
折旧摊销	523	577	529	642	685
财务费用	-1732	-2026	-813	-2543	-2812
投资损失	-97	-93	-94	-94	-95
营运资金变动	1547	-4119	-27386	23926	-28177
其他经营现金流	2027	2122	-1	-1	-1
投资活动现金流	-1497	-1716	-1081	-1199	-1483
资本支出	1539	1781	1005	1124	1407
长期投资	-6	-6	-169	-170	-170
其他投资现金流	48	70	94	94	95
筹资活动现金流	-11269	-13105	-14243	-8699	-9106
短期借款	0	0	21180	-21180	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-11269	-13105	-35423	12481	-9106
现金净增加额	14008	9609	-11866	47300	-1081

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	66209	73969	81428	89861	100551
营业成本	16319	18178	18833	20525	22331
营业税金及附加	9790	10749	11807	13030	14580
营业费用	6504	6844	7003	8537	9552
管理费用	2900	3068	3094	3415	3821
研发费用	177	236	204	225	251
财务费用	-1732	-2026	-813	-2543	-2812
资产减值损失	-8	-26	0	0	0
其他收益	216	187	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	97	93	94	94	95
资产处置收益	-2	3	0	0	0
营业利润	32552	37174	41392	46766	52920
营业外收入	52	39	50	50	50
营业外支出	154	110	100	100	100
利润总额	32450	37104	41342	46716	52870
所得税	7943	9133	10120	11447	12963
净利润	24507	27971	31222	35269	39907
少数股东损益	1130	1280	1429	1618	1831
归属母公司净利润	23377	26691	29793	33651	38077
EBITDA	30503	34910	40245	43916	49738
EPS(元)	6.02	6.88	7.68	8.67	9.81

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	15.5	11.7	10.1	10.4	11.9
营业利润(%)	17.0	14.2	11.3	13.0	13.2
归属于母公司净利润(%)	17.2	14.2	11.6	12.9	13.1
获利能力					
毛利率(%)	75.4	75.4	76.9	77.2	77.8
净利率(%)	37.0	37.8	38.3	39.2	39.7
ROE(%)	24.2	24.0	23.4	22.4	21.5
ROIC(%)	148.7	133.8	65.5	157.7	77.5
偿债能力					
资产负债率(%)	25.2	23.6	29.2	19.4	16.3
净负债比率(%)	-80.6	-78.6	-60.2	-81.1	-68.3
流动比率	3.6	3.8	3.2	4.8	5.7
速动比率	3.2	3.4	2.9	4.3	5.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1252.9	1481.1	1481.1	1481.1	1481.1
应付账款周转率	3.7	2.9	2.9	2.9	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.02	6.88	7.68	8.67	9.81
每股经营现金流(最新摊薄)	6.90	6.29	0.89	14.74	2.45
每股净资产(最新摊薄)	25.52	29.38	33.27	39.04	45.78
估值比率					
P/E	26.2	22.9	20.5	18.2	16.1
P/B	6.2	5.4	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	17.4	15.0	13.3	11.1	9.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn