

買入

2023年9月4日

淡季蓄力主動調整，放眼更長遠未來

- Q2 業績增速放緩：**23H1 共計實現收入、歸母淨利潤分別為 455/170 億元，同比+10.4%/+12.8%，其中酒類/非酒類產品分別實現收入 419/36 億元，同比+8.8%/+33.4%，酒類業務穩健增長，非酒類產品相關產業積極開拓外部市場成效顯著。其中 23Q2 公司實現收入、歸母淨利潤分別為 144/45 億元，同比+5.1%/+5.1%，單季度業績環比 Q1 增速放緩，預計為淡季期間公司主動對產品投放節奏進行優化所致。截止 23Q2 末，公司合同負債 36 億元，同比/環比分別+17.7%/−18.9 億元，應收票據 0.9 億元，同比−100%。Q2 經營性現金流為 17.9 億元，同比−66%。23H1 整體收現比為 92.6%，同比+18.4pct。
- 盈利能力保持穩健：**23H1 公司綜合毛利率為 76.8%，同比−0.1pct，主要為收入結構調整所致，其中酒類業務毛利率同比+0.8pct 至 82.6%，五糧液/系列酒毛利率分別同比+0.4/+0.9pct 至 86.8%/60.7%。上半年公司銷售費用率、管理費用率、研發費用率分別同比−0.7/−0.1/+0.05pct 至 9.5%/3.9%/0.3%，最終歸母淨利率同比+0.8pct 至 37.4%。單季度看，23Q2 公司綜合毛利率−0.6pct 至 73.3%，由於費用投放力度同步收縮，最終歸母淨利率 31.3%，同比基本持平。
- 產品結構調整帶來短期噸價下沉：**23H1 公司主營酒類業務銷量 9.2 萬噸，同比+29.0%，平均噸價同比−15.7%。其中，主品牌**五糧液**實現收入 352 億元，同比+10.0%，銷量同比+15.8%至 2.2 萬噸，平均噸價同比−5.0%，噸價下行預計為期內產品結構調整所致，包括 1) 公司經典五糧液等高價位酒投放戰略調整為以消費者培育及消化庫存為主，2) 低度、1618 等產品投放力度加大等；**系列酒**實現收入 67 億元，同比+2.7%，銷量同比+33.7%至 7.1 萬噸，平均噸價同比−23.2%，預計主要為果酒、創意酒等低價酒結構加大對報表呈現造成影響，但濃香酒噸價下降幅度預計相對較小，下降主要由光瓶酒加大投放導致。
- 管道梳理穩步推進：**分銷售模式看，23H1 公司經銷、直銷模式分別實現收入 243/176 億元，同比+7.2%/+11.1%。公司期內強化傳統終端管道建設，對違規及動銷弱的商家或終端進行重新梳理，截止 23H1 末，公司五糧液/系列酒經銷商分別為 2,432/682 家，較 22 年底淨增加−57/+27 家，門店銷售終端合計 1,663 個，較 22 年底淨增加+33 個。近期公司持續推進一系列市場治理工作，聚焦管道行銷整合，目前批價表現穩健，商家及終端信心較好。
- 目標價 200 元，買入評級：**今年以來行業外部壓力複雜多變，公司緊抓淡季視窗期聚焦市場調整，以謀求更高品質長遠發展。Q2 雖報表端業績增速放緩，但終端實際動銷保持良好，品牌勢能開始蓄力。我們預計後續中秋國慶等旺季或將對行業形成正向影響，公司改革效益有望逐漸呈現。綜上，預計 2023–2025 年公司淨利潤有望分別實現 295/338/387 億元，給予目標價 200 元，相當於 2024 盈利預測 23 倍 PE，距離當前有 25.2%的預期漲幅，維持買入評級。
- 重要風險：**1) 食品安全；2) 經濟恢復不達預期；3) 行業競爭加劇。

黎航榮

wayne.li@firstshanghai.com.hk

852-25321539

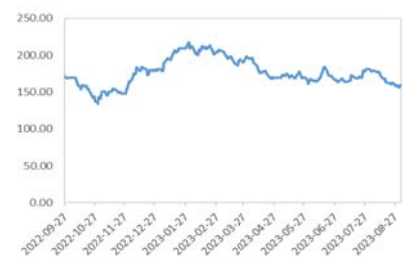
主要資料

行業	白酒/食品飲料
股價	159.74 元
目標價	200.0 元 (+25.2%)
股票代碼	000858
總股本	38.82 億股
總市值	6200.48 億元
52 周高/低	214.9 元/129.3 元
每股淨資產	29.98 元
主要股東	宜賓發展控股集團 (34.43%)

盈利摘要

	2021历史	2022历史	2023预测	2024预测	2025预测
收入 (百萬元)	66,209	73,969	81,810	92,526	104,438
變動 (%)	15.5%	11.7%	10.6%	13.1%	12.9%
淨利潤 (百萬元)	23,377	26,691	29,504	33,815	38,731
變動 (%)	17.2%	14.2%	10.5%	14.6%	14.5%
每股收益 (元)	6.02	6.88	7.60	8.71	9.98
市盈率@159.74元(倍)	26.5	23.2	21.0	18.3	16.0
每股派息 (元)	3.0	3.8	4.2	4.8	5.5
股息現價比 (%)	1.9%	2.4%	2.6%	3.0%	3.4%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


來源：彭博

附錄 1：主要財務報表

損益表

財務年度截至12月31日 (人民幣:百萬元)

	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	81,809.9	92,526.1	104,438.1
营业收入	66,209.1	73,968.6	81,809.9	92,526.1	104,438.1
毛利	49,890.3	55,790.2	61,601.0	70,471.1	80,341.5
营业总成本	33,957.7	37,049.0	41,103.7	45,541.9	50,622.7
营业成本	16,318.8	18,178.4	20,208.9	22,055.1	24,096.6
销售费用	6,503.5	6,844.2	7,539.6	8,377.9	9,500.9
管理费用	2,900.0	3,068.1	3,409.6	3,830.8	4,291.6
财务费用	(1,731.7)	(2,026.4)	(2,241.2)	(2,529.0)	(2,854.6)
营业利润	32,552.4	37,174.4	41,092.5	47,421.1	54,308.6
营业外收入	52.1	38.9	43.0	48.6	54.9
营业外支出	154.1	109.8	121.4	462.6	522.2
利润总额	32,450.4	37,103.5	41,014.0	47,007.2	53,841.3
所得税	7,943.0	9,132.9	10,095.4	11,570.6	13,252.8
净利润	24,507.5	27,970.6	30,918.6	35,436.5	40,588.5
归母净利润	23,377.1	26,690.7	29,503.7	33,814.9	38,731.1
增速(%)					
营业收入	16%	12%	11%	13%	13%
营业利润	17%	14%	11%	15%	15%
归母净利润	17%	14%	11%	15%	15%

资产负债表

财务年度截至12月31日 (人民幣:百萬元)

	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	93,192.3	110,992.8	133,565.5
应收票据及应收账款	23,923.3	155.6	13,315.7	15,059.9	16,998.8
预付款项	195.7	136.0	746.2	844.0	952.7
其他应收款合计	26.3	30.9	31.6	35.8	40.4
存货	14,015.1	15,980.7	16,587.8	18,760.6	21,175.9
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	152,351.0	165,882.4	187,139.6
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	6,090.3	6,646.7	7,262.0
其他应付款合计	3,693.9	4,631.4	3,875.7	4,229.7	4,621.3
负债合计	34,228.9	36,124.9	33,101.2	35,807.0	38,809.6
归属于母公司股东权益合计	99,068.5	114,027.9	116,590.6	127,416.3	145,670.9
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	119,249.8	130,075.4	148,330.0
负债和股东权益合计	135,620.8	152,811.9	152,351.0	165,882.4	187,139.6

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务能力分析

财务年度截至12月31日 (人民幣:百萬元)

	2021	2022	2023	2024	2025
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率	75%	75%	75%	76%	77%
净利润率	37%	38%	38%	38%	39%
归母净利润率	35%	36%	36%	37%	37%
ROE	26%	26%	26%	28%	29%
ROA	20%	19%	20%	22%	23%
营运表现					
SG&A/收入	14%	14%	14%	14%	14%
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%	22%	22%	21%
总资产/股本	134%	131%	128%	128%	126%

现金流量表

财务年度截至12月31日 (人民幣:百萬元)

	2021	2022	2023	2024	2025
	实际	实际	预测	预测	预测
净利润	24,507.5	27,970.6	30,918.6	35,436.5	40,588.5
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	53.1	60.0	67.8
存货的减少	(790.6)	(1,964.3)	(607.1)	(2,172.8)	(2,415.3)
经营性应收项目的减少	(5,010.7)	(3,969.5)	(13,160.1)	(1,744.2)	(1,938.8)
经营性应付项目的增加	7,348.0	1,814.4	(2,044.4)	556.4	615.3
经营活动产生的现金流量净额	26,774.9	24,431.1	15,655.7	32,622.4	37,394.6
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	833.9	17,800.5	22,572.7
期初现金及现金等价物余额	66,967.1	80,975.3	90,584.6	91,418.5	109,219.0
期末现金及现金等价物余额	80,975.3	90,584.6	91,418.5	109,219.0	131,791.7

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、僱員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。