

买入

2023年10月30日

Q3 业绩增长提速，经营效率提升

- 23Q3 业绩超预期增长：**2023 年前三季度共计实现收入、归母净利润分别为 625.4/228.3 亿元，同比+12.1%/+14.2%，其中 23Q3 实现收入、归母净利润分别为 170.3/58.0 亿元，同比+17.0%/+18.6%，业绩增速环比 Q2 大幅提高。截止 23Q3 末，公司合同负债 39.5 亿元，同比增加+9.9 亿元，环比 23Q2 增加+3.0 亿元。截止 23Q3 末，公司应收票据为 0.3 亿元，同比-100%。前三季度公司销售商品、提供劳务共收到现金 668.2 亿元，同比+36.3%，整体收现比为 106.8%，同比+18.96pct，回款质量同步显著改善。
- 综合盈利能力显著提升：**2023 年前三季度公司综合毛利率为 75.9%，同比-0.1pct，其中 23Q3 公司综合毛利率+0.1pct 至 73.4%。前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.0%/3.8%/0.3%/-2.9%，同比-0.6/-0.2/0/-0.2pct，其中 23Q3 分别为 11.2%/3.8%/0.4%/-3.3%，同比-0.3/-0.3/0/+0.1pct，期内费用投放稳中有降。最终公司 2023 年前三季度综合归母净利率为 36.5%，同比+0.7pct，其中 23Q3 归母净利率为 34.0%，同比+0.5pct。
- 目标价 190 元，买入评级：**今年以来由于外部环境复杂多变，白酒行业面临持续调整。Q2 淡季公司主动进行市场调控，导致报表端业绩增速明显放缓，Q3 再度实现提速，强势宣示浓香王者归来。根据市场反馈，今年中秋国庆旺季期间，预计五粮液动销及开瓶率均实现稳中有升趋势，且节后普五批价保持平稳，产品库存维持良性，彰显公司在逆势下的经营韧性。当前整体行业需求虽较显疲态，公司于千元价格带仍处绝对领导地位。考虑到当前国内宏观经济指标已逐渐向好，多个领域出现积极变化，预计未来头部名优酒企有望率先迎来边际改善。综上，我们认为，公司经过前期蓄力调整，内、外部管理有望逐步改善，后续随宏观环境逐渐向好，改革效益及市场信心均有望向上修复，预计 2023-2025 年公司有望分别实现净利润 301.8/344.4/395.2 亿元，目标价 190 元，相当于 2024 年盈利预测 21.4 倍 PE，距离当前有 24.2%的预期涨幅，维持买入评级。
- 重要风险：**1) 食品安全；2) 经济恢复不达预期；3) 行业竞争加剧。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

852 25222101

主要数据

行业	白酒/食品饮料
股价	152.99 元
目标价	190.00 元 (+24.2%)
股票代码	000858
总股本	38.82 亿股
总市值	5938.47 亿元
52 周高/低	214.90 元/129.33 元
每股净资产	31.48 元
主要股东	宜宾发展控股集团 (34.43%)

盈利摘要

截止12月31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	82,560	93,761	105,924
变动 (%)	15.5%	11.7%	11.6%	13.6%	13.0%
净利润 (百万元)	23,377	26,691	30,180	34,440	39,519
变动 (%)	17.2%	14.2%	13.1%	14.1%	14.7%
每股收益 (元)	6.02	6.88	7.78	8.87	10.18
市盈率@152.99元(倍)	25.4	22.2	19.7	17.2	15.0
每股派息 (元)	3.0	3.8	4.3	4.9	5.6
股息现价比 (%)	2.0%	2.5%	2.8%	3.2%	3.7%

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	82,560.1	93,761.1	105,924.0
营业收入	66,209.1	73,968.6	82,560.1	93,761.1	105,924.0
毛利	49,890.3	55,790.2	62,289.9	71,613.1	81,708.5
营业总成本	33,957.7	37,049.0	40,916.6	45,907.7	51,014.2
营业成本	16,318.8	18,178.4	20,270.1	22,148.0	24,215.5
销售费用	6,503.5	6,844.2	7,371.1	8,652.8	9,819.7
管理费用	2,900.0	3,068.1	3,317.9	3,681.9	4,068.5
财务费用	(1,731.7)	(2,026.4)	(2,339.2)	(2,562.8)	(2,895.2)
营业利润	32,552.4	37,174.4	42,033.3	48,296.1	55,409.9
营业外收入	52.1	38.9	43.4	49.3	55.7
营业外支出	154.1	109.8	122.5	468.8	529.6
利润总额	32,450.4	37,103.5	41,954.2	47,876.6	54,936.0
所得税	7,943.0	9,132.9	10,326.9	11,784.6	13,522.3
净利润	24,507.5	27,970.6	31,627.3	36,092.0	41,413.7
归母净利润	23,377.1	26,690.7	30,180.0	34,440.4	39,518.6
增速(%)					
营业收入	16%	12%	12%	14%	13%
营业利润	17%	14%	13%	15%	15%
归母净利润	17%	14%	13%	14%	15%

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	93,645.7	111,934.8	135,249.9
应收票据及应收账款	23,923.3	155.6	13,437.8	15,260.9	17,240.6
预付款项	195.7	136.0	753.1	855.3	966.2
其他应收款合计	26.3	30.9	31.9	36.2	40.9
存货	14,015.1	15,980.7	16,739.9	19,011.0	21,477.1
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	153,085.8	167,287.6	189,381.2
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	6,108.8	6,674.7	7,297.8
其他应付款合计	3,693.9	4,631.4	3,887.4	4,247.6	4,644.1
负债合计	34,228.9	36,124.9	33,257.1	36,059.8	39,117.1
归属于母公司股东权益合计	99,068.5	114,027.9	117,169.6	128,568.7	147,605.0
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	119,828.7	131,227.9	150,264.1
负债和股东权益合计	135,620.8	152,811.9	153,085.8	167,287.6	189,381.2

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%	75%	76%	77%
净利润率	37%	38%	38%	38%	39%
归母净利润率	35%	36%	37%	37%	37%
ROE	26%	26%	27%	29%	29%
ROA	20%	19%	21%	23%	23%
营运表现					
SG&A/收入	14%	14%	13%	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%	127%	126%

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	31,627.3	36,092.0	41,413.7
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	53.6	60.8	68.7
存货的减少	(790.6)	(1,964.3)	(759.2)	(2,271.1)	(2,466.1)
经营性应收项目的减少	(5,010.7)	(3,969.5)	(13,282.2)	(1,823.1)	(1,979.7)
经营性应付项目的增加	7,348.0	1,814.4	(2,026.0)	565.9	623.1
经营活动产生的现金流量净额	26,774.9	24,431.1	16,109.2	33,111.0	38,137.0
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	1,287.3	18,289.1	23,315.1
期初现金及现金等价物余额	66,967.1	80,975.3	90,584.6	91,872.0	110,161.0
期末现金及现金等价物余额	80,975.3	90,584.6	91,872.0	110,161.0	133,476.1

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。阁下应综合考虑到本身的投资目标、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。