



五粮液 (000858.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 兑现略超预期，回款表现亮眼

业绩简评

2024年8月28日，公司披露24年中报，24H1实现营收506.5亿元，同比+11.3%；归母净利190.6亿元，同比+11.9%。24Q2实现营收158.2亿元，同比+10.1%；归母净利50.1亿元，同比+11.5%，超市场预期。

经营分析

产品发展齐头并进、业绩兑现略超预期、合同负债/销售收现更亮眼

分产品来看，24H1 五粮液/其他酒分别实现营收 392.1/79.1 亿元，同比+11%/+18%，其中量分别+12%/-24%，吨价分别-0.6%/+55%至 162/15 万元/吨。上半年普五批价与动销保持平稳，1618、39 度通过“宴席活动+扫码红包+终端排名”实现较快增长，带动五粮液产品实现双位数增长。此外，系列酒向中高价位五粮春等单品聚焦，缩量低价位产品，期内吨价大幅提升，带动毛利率同比+1.6pct 至 62.2%；并顺应大众价位消费红利，日均扫码开瓶量大幅提升、具备动销支撑。

分渠道来看，24H1 经销/直销收入分别为 275.9/195.2 亿元，同比+14%/+11%。此外，24H1 五粮液经销商较 23 年末-40 家，五粮浓香经销商+136 家，专卖店+87 家。区域上看，24H1 西部/东部/中部/北部/南部分别实现营收 167.6/135.5/84.6/48.4/35.0 亿元，同比分别+17%/+16%/+8%/+8%/-1%，呈现明显的强势区域更优的趋势。

公司报表兑现质量颇具亮点：1) 24Q2 归母净利率同比+0.4pct 至 31.7%，其中毛利率+1.7pct (系列酒毛利率提升带动)，销售费用率+2.0pct (24H1 销售费用率+1.1pct，细项中促销费、形象宣传费分别+32%、+23%)。2) 24Q2 末合同负债余额 81.6 亿元，环比+31.1 亿元，考虑△合同负债+营收后狭义回款同比+51.6%；24Q2 销售收现 279 亿元，低基数下同比+93%，回款表现突出预计与新品打款、1618/39 度回款节奏居前、普五发货节奏把控有关。3) 24Q2 末应收款项融资环比明显减少，预计与承兑汇票到期相关。

盈利预测、估值与评级

我们预计 24-26 年收入分别+10%/+10%/+10%；归母净利分别+11%/+11%/+10%，对应归母净利分别 336/372/411 亿元；EPS 为 8.66/9.58/10.58 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 13.2/11.9/10.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：114.00 元

相关报告：

- 《五粮液公司点评：业绩略超预期，关注营销改革成效》，2024.4.28
- 《五粮液公司点评：Q3 业绩超预期，龙头再现强韧性》，2023.10.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	91,915	101,187	111,315
营业收入增长率	11.7%	12.6%	10.4%	10.1%	10.0%
归母净利润(百万元)	26,691	30,211	33,602	37,192	41,064
归母净利润增长率	14.2%	13.2%	11.2%	10.7%	10.4%
摊薄每股收益(元)	6.876	7.783	8.657	9.582	10.579
每股经营性现金流净额	6.29	10.75	6.28	9.87	10.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.41%	23.32%	23.50%	23.56%	23.56%
P/E	26.28	18.03	13.17	11.90	10.78
P/B	6.15	4.20	3.09	2.80	2.54

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	66,209	73,969	83,272	91,915	101,187	111,315
增长率		11.7%	12.6%	10.4%	10.1%	10.0%
主营业务成本	-16,319	-18,178	-20,157	-21,531	-23,538	-25,829
%销售收入	24.6%	24.6%	24.2%	23.4%	23.3%	23.2%
毛利	49,890	55,790	63,115	70,384	77,649	85,487
%销售收入	75.4%	75.4%	75.8%	76.6%	76.7%	76.8%
营业税金及附加	-9,790	-10,749	-12,532	-13,787	-15,178	-16,697
%销售收入	14.8%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
销售费用	-6,504	-6,844	-7,796	-8,732	-9,613	-10,575
%销售收入	9.8%	9.3%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用	-2,900	-3,068	-3,319	-3,585	-3,845	-4,230
%销售收入	4.4%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%
研发费用	-1,777	-236	-322	-355	-391	-430
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	30,520	34,893	39,146	43,925	48,622	53,554
%销售收入	46.1%	47.2%	47.0%	47.8%	48.1%	48.1%
财务费用	1,732	2,026	2,473	2,437	2,609	2,920
%销售收入	-2.6%	-2.7%	-3.0%	-2.7%	-2.6%	-2.6%
资产减值损失	-10	-28	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	97	93	58	58	69	83
%税前利润	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	32,552	37,174	42,004	46,686	51,565	56,823
营业利润率	49.2%	50.3%	50.4%	50.8%	51.0%	51.0%
营业外收支	-102	-71	-91	-90	-99	-109
税前利润	32,450	37,104	41,913	46,596	51,466	56,714
利润率	49.0%	50.2%	50.3%	50.7%	50.9%	50.9%
所得税	-7,943	-9,133	-10,392	-11,553	-12,761	-14,062
所得税率	24.5%	24.6%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	24,507	27,971	31,521	35,043	38,706	42,652
少数股东损益	1,130	1,280	1,310	1,441	1,513	1,589
归属于母公司的净利润	23,377	26,691	30,211	33,602	37,192	41,064
净利率	35.3%	36.1%	36.3%	36.6%	36.8%	36.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	24,507	27,971	31,521	35,043	38,706	42,652
少数股东损益	1,130	1,280	1,310	1,441	1,513	1,589
非现金支出	923	986	981	560	614	671
非经营收益	-202	-406	-161	-194	-404	-511
营运资金变动	1,547	-4,119	9,402	-11,049	-605	-1,311
经营活动现金净流	26,775	24,431	41,742	24,360	38,310	41,501
资本开支	-1,533	-1,734	-2,955	-2,376	-1,610	-1,752
投资	-6	-6	0	0	0	0
其他	42	23	24	58	69	83
投资活动现金净流	-1,497	-1,716	-2,932	-2,318	-1,541	-1,669
股权募资	0	0	23	0	0	0
债权募资	0	0	0	-15	0	0
其他	-11,269	-13,105	-16,323	-20,168	-22,322	-24,645
筹资活动现金净流	-11,269	-13,105	-16,300	-20,182	-22,322	-24,645
现金净流量	14,008	9,609	22,511	1,860	14,447	15,188

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	82,336	92,358	115,456	117,311	131,754	146,937
应收款项	25,591	29,091	14,169	27,701	30,495	33,547
存货	14,015	15,981	17,388	18,287	19,346	21,229
其他流动资产	196	136	169	194	212	232
流动资产	122,138	137,566	147,182	163,492	181,807	201,946
%总资产	90.1%	90.1%	89.0%	88.9%	89.3%	89.6%
长期投资	1,912	1,988	2,022	2,022	2,022	2,022
固定资产	8,256	9,086	10,813	11,252	11,688	12,118
%总资产	6.1%	5.9%	6.5%	6.1%	5.7%	5.4%
无形资产	714	679	2,222	2,279	2,335	2,390
非流动资产	13,483	15,149	18,251	20,426	21,863	23,483
%总资产	9.9%	9.9%	11.0%	11.1%	10.7%	10.4%
资产总计	135,621	152,715	165,433	183,918	203,670	225,429
短期借款	360	376	15	0	0	0
应付款项	9,969	12,766	14,982	15,772	16,919	18,218
其他流动负债	23,286	22,617	17,686	20,303	22,423	24,768
流动负债	33,616	35,759	32,683	36,075	39,342	42,986
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	613	271	400	612	707	807
负债	34,229	36,031	33,084	36,687	40,049	43,793
普通股股东权益	99,068	114,025	129,558	142,999	157,876	174,301
其中：股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
未分配利润	68,638	79,029	89,405	102,846	117,723	134,148
少数股东权益	2,323	2,659	2,791	4,232	5,746	7,335
负债股东权益合计	135,621	152,715	165,433	183,918	203,670	225,429

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	6.023	6.876	7.783	8.657	9.582	10.579
每股净资产	25.523	29.376	33.377	36.840	40.673	44.904
每股经营现金净流	6.898	6.294	10.754	6.276	9.870	10.692
每股股利	3.023	3.782	4.670	5.194	5.749	6.347
回报率						
净资产收益率	23.60%	23.41%	23.32%	23.50%	23.56%	23.56%
总资产收益率	17.24%	17.48%	18.26%	18.27%	18.26%	18.22%
投入资本收益率	22.65%	22.47%	22.24%	22.40%	22.30%	22.12%
增长率						
主营业务收入增长率	15.51%	11.72%	12.58%	10.38%	10.09%	10.01%
EBIT增长率	16.95%	14.33%	12.19%	12.21%	10.69%	10.14%
净利润增长率	17.15%	14.17%	13.19%	11.22%	10.69%	10.41%
总资产增长率	19.08%	12.60%	8.33%	11.17%	10.74%	10.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	304.7	301.1	302.1	310.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	98.3	127.0	145.9	160.0	155.0	150.0
固定资产周转天数	30.9	26.2	22.7	21.2	19.7	18.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-80.85%	-78.83%	-87.23%	-79.68%	-80.52%	-80.90%
EBIT利息保障倍数	-17.6	-17.2	-15.8	-18.0	-18.6	-18.3
资产负债率	25.24%	23.59%	20.00%	19.95%	19.66%	19.43%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	17	48	66	199
增持	0	0	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.08	1.10	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-28	买入	137.10	N/A
2	2023-04-28	买入	169.17	N/A
3	2023-08-26	买入	161.55	N/A
4	2023-10-28	买入	152.99	N/A
5	2024-04-28	买入	152.25	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究