

五粮液 (000858)

2024 年中报点评: 转作风革故鼎新, 强执行久久为功

买入 (维持)

2024 年 08 月 29 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

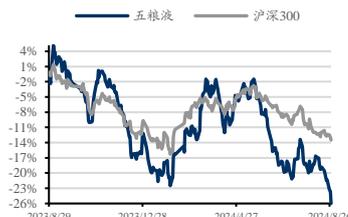
yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	73969	83272	91689	100935	112596
同比 (%)	11.72	12.58	10.11	10.08	11.55
归母净利润 (百万元)	26690	30211	33406	37333	42435
同比 (%)	14.17	13.19	10.58	11.76	13.67
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.88	7.78	8.61	9.62	10.93
P/E (现价&最新摊薄)	16.58	14.65	13.25	11.85	10.43

投资要点

- **事件:** 公司发布 24 中报, 24H1 公司收入 506 亿元, 同增 11.3%, 归母净利 190.6 亿元, 同增 11.9%; 对应 Q2 收入、利润分别同增 10.1%、11.5%, 符合预期。
- **转作风强执行, 高端酒销售面貌一新。** 24H1 公司普五控量稳价策略得到有力执行, 渠道状态显著提升。1) **分产品看:** H1 公司酒类收入同比增长 12.5%, 其中高价、中低价酒分别同增 11.4%、17.8%。①高价酒 H1 量价同比+12.1%、-0.6%。24 年公司明确八代只减不增, 同时加强 1618、低度开瓶培育, 在 1618 及文创酒增量贡献下, 高价酒吨价保持稳定。同时按 969 老价格执行的普五发货预计将体现到中秋节前, 提价贡献预计主要在 Q4 体现。②中低价酒 H1 量价同比-24.9%、+54.7%, 其中五粮春等系列酒保持增速引领, 其他酒(果酒/露酒)等持续调整。2) **分区域:** 24H1 公司东部、西部大区收入分别同增 15.7%、16.7%, 收入增量分别贡献 18、24 亿元, 期内经销商分别变化+13/-36 家, 预计主系核心大商销售进度同比加快, 24H1 公司前五大客户销售同比增加 31 亿元。伴随公司控货挺价逐步推进, 渠道价格信心修复, 大商合同执行进度同比提振。
- **毛销差有所回落, 正贡献主要来自管理费率。** 1) **收现端:** 24H1 公司收入+Δ预收同增 41.2%, 主系普五提价促进渠道提前打款, 期末合同负债同比/环比增加 45/31 亿元。24H1 公司收现比为 98.0%, 主系今年春节靠后导致票据打款主要在年内而非去年底体现。2) **利润端:** 24H1 公司净利率同比基本持平, Q2 单季提升 0.2pct, 主因管理费率及政府补助季度错期兑现。①24H1 公司毛利率同比+0.6pct, 主因酒类收入占比提升(酒类自身毛利率基本持平)。②24H1 销售费率同比+1.1pct, 费用增长 24.2%, 主因广告费(同比+0.2pct)及促销费(同比+1.1pct)投入加大, 年内 1618、低度、系列酒现金红包保持大力度投放。③24H1 管理费率同比-0.4pct, 主系职工薪酬、办公经费等同比收缩。
- **盈利预测与投资评级:** 年内普五动销保持稳健, 看好 24 年量价策略转变为中长期价格空间打好基础, 同期 1618、低度、文化酒等产品多点开花, 系列酒品牌营销高举高打, 预计有望贡献积极增量。我们调整 2024-2026 年归母净利润至 334.1/373.3/424.4 亿元(前值 335、381、428 亿元), 同比+11%/12%/14%, 当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 13/12/10X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、系列酒渠道管控不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	114.00
一年最低/最高价	112.92/168.23
市净率(倍)	3.08
流通 A 股市值(百万元)	442,493.95
总市值(百万元)	442,503.31

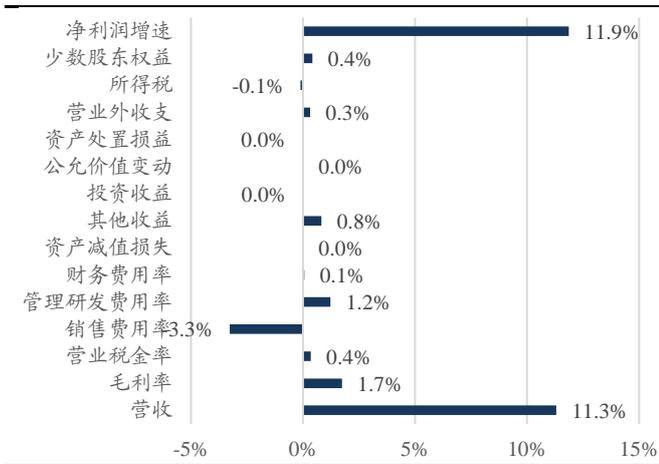
基础数据

每股净资产(元,LF)	37.00
资产负债率(% LF)	18.62
总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股(百万股)	3,881.53

相关研究

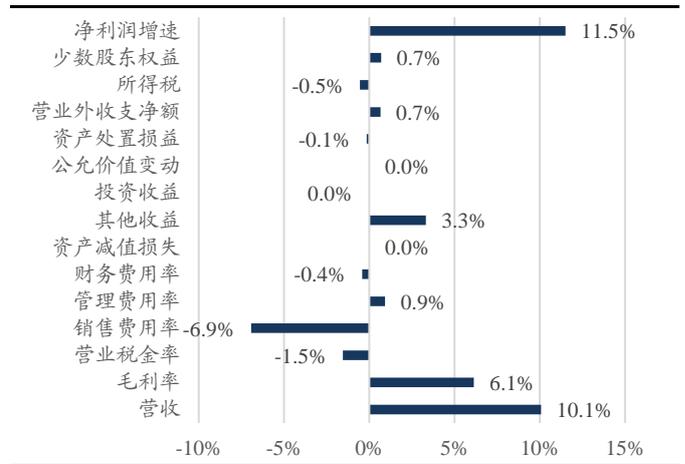
- 《五粮液(000858): 2023 年报及 2024 年一季报点评: 溯流而上, 气象一新》
2024-04-29
- 《五粮液(000858): 千元砥柱, 赓续前行》
2024-03-15

图1: 24H1 利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q2 利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	147,182	168,261	178,451	198,563	营业总收入	83,272	91,689	100,935	112,596
货币资金及交易性金融资产	115,456	120,637	129,620	146,098	营业成本(含金融类)	20,157	21,669	23,256	25,296
经营性应收款项	14,299	28,038	27,517	27,951	税金及附加	12,532	13,753	15,140	16,908
存货	17,388	19,547	21,269	24,464	销售费用	7,796	8,832	9,617	10,316
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,319	3,576	3,836	4,166
其他流动资产	40	38	45	49	研发费用	322	354	390	435
非流动资产	18,251	19,695	21,785	22,408	财务费用	(2,473)	(2,652)	(2,771)	(2,978)
长期股权投资	2,020	2,054	2,088	2,122	加:其他收益	331	268	285	328
固定资产及使用权资产	5,317	8,118	10,136	10,985	投资净收益	58	60	63	67
在建工程	5,623	3,829	2,983	1,705	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,057	2,598	3,278	4,198	减值损失	(5)	(13)	(15)	(11)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	1	1	2	2
长期待摊费用	163	163	163	163	营业利润	42,004	46,473	51,803	58,839
其他非流动资产	3,069	2,931	3,134	3,232	营业外净收支	(91)	(88)	(83)	(87)
资产总计	165,433	187,956	200,237	220,971	利润总额	41,913	46,385	51,720	58,751
流动负债	32,683	41,091	38,297	42,243	减:所得税	10,392	11,424	12,671	14,394
短期借款及一年内到期的非流动负债	15	250	213	159	净利润	31,521	34,961	39,048	44,357
经营性应付款项	9,614	10,053	6,395	9,018	减:少数股东损益	1,310	1,555	1,716	1,922
合同负债	6,864	14,085	13,954	13,913	归属母公司净利润	30,211	33,406	37,333	42,435
其他流动负债	16,190	16,703	17,734	19,154	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.78	8.61	9.62	10.93
非流动负债	400	400	400	400	EBIT	39,472	43,774	48,982	55,804
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	40,454	44,270	49,425	56,145
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.79	76.37	76.96	77.53
租赁负债	116	116	116	116	归母净利率(%)	36.28	36.43	36.99	37.69
其他非流动负债	285	285	285	285	收入增长率(%)	12.58	10.11	10.08	11.55
负债合计	33,084	41,492	38,697	42,644	归母净利润增长率(%)	13.19	10.58	11.76	13.67
归属母公司股东权益	129,558	142,118	155,477	170,344					
少数股东权益	2,791	4,346	6,062	7,984					
所有者权益合计	132,349	146,464	161,539	178,328					
负债和股东权益	165,433	187,956	200,237	220,971					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	41,742	27,511	34,867	44,409	每股净资产(元)	33.38	36.61	40.05	43.88
投资活动现金流	(2,932)	(2,187)	(2,438)	(984)	最新发行在外股份(百万股)	3,882	3,882	3,882	3,882
筹资活动现金流	(16,300)	(20,614)	(24,013)	(27,627)	ROIC(%)	23.79	23.62	23.96	24.75
现金净增加额	22,511	4,709	8,416	15,799	ROE-摊薄(%)	23.32	23.51	24.01	24.91
折旧和摊销	982	496	443	341	资产负债率(%)	20.00	22.08	19.33	19.30
资本开支	(2,955)	(2,131)	(2,377)	(917)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.65	13.25	11.85	10.43
营运资本变动	9,402	(8,210)	(4,548)	(324)	P/B(现价)	3.42	3.11	2.85	2.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>