

2024年08月29日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 业绩略超预期，现金流表现优异

## —五粮液（000858.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年8月28日，五粮液发布2024年中报。

## 投资要点

## 基本数据

2024-08-28

当前股价（元）	114
总市值（亿元）	4425
总股本（百万股）	3882
流通股本（百万股）	3882
52周价格范围（元）	114-167.93
日均成交额（百万元）	2340.81

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《五粮液（000858）：持续巩固“稳”的基调，积蓄“进”的力量》2024-06-30
- 《五粮液（000858）：业绩略超预期，持续稳健增长》2024-04-29
- 《五粮液（000858）：批价稳中求进，估值持续修复》2024-03-17

## 收入利润略超预期，净现金流实现高增

业绩略超预期，实现稳步增长。2024H1 总营收 506.48 亿元（同增 11.30%），归母净利润 190.57 亿元（同增 11.86%），扣非净利润 189.39 亿元（同增 11.79%）。2024Q2 总营收 158.15 亿元（同增 10.08%），归母净利润 50.12 亿元（同增 11.50%），扣非净利润 49.00 亿元（同增 9.24%）。毛利率有效提升，加大费用投放。2024H1 毛利率/净利率分别为 77.36%/39.15%，分别同比+0.58/+0.05pcts；2024Q2 分别为 75.01%/32.82%，分别同比+1.74/+0.21pcts，毛利率提升主要为系列酒毛利率同比提升所致。2024H1 销售/管理费用率分别为 10.60%/3.43%，分别同比+1.10/-0.43pcts；2024Q2 分别为 17.34%/4.26%，分别同比+1.97/-0.33pcts，主要系公司加大销售推广所致。现金流实现高增，销售回款高质量增长。2024H1/2024Q2 经营活动现金流净额分别为 134.28/129.12 亿元，分别同比+18.52%/+619.64%；销售回款分别为 496.48/278.79 亿元，分别同比+15.32%/+93.41%。截至 2024H1 末，合同负债 81.58 亿元（环比增加 31.10 亿元）。

## 五粮液产品量增明显，系列酒吨价提升

分产品看，酒类业务保持稳定增长，2024H1 酒类/塑料/印刷/玻瓶/其他收入分别为 471.11/19.81/0.51/0.49/14.57 亿元，分别同比+12.46%/+21.49%/-32.37%/-17.53%/-21.26%。酒类产品中，2024H1 五粮液/其他酒营收分别为 392.05/79.06 亿元，分别同比+11.45%/+17.77%，分别占酒类收入 83.22%/16.78%；毛利率为 86.69%/62.23%，分别同比-0.11/+1.58pcts。量价拆分来看，2024H1 五粮液/其他酒销量分别为 2.42/5.42 万吨，分别同比+16.94%/-26.63%；吨价分别为 162.04/14.60 万元/吨，分别同比-4.70%/+60.52%。上半年公司加大宴席推广力度，宴席活动服务消费者近 300 万人次，旺季日均开瓶扫码量同比增长超 70%。

## 持续建设专卖店，核心市场实现稳增

分区域看，2024H1 东部/南部/西部/北部/中部地区营收分别为 135.55/34.96/167.59/48.41/84.62 亿元，分别同比 +15.72%/-0.58%/+16.66%/+8.16%/+8.22%，分别占酒类收入 28.77%/7.42%/35.57%/10.28%/17.96%；毛利率分别为 84.81%/86.04%/77.75%/86.18%/85.14%，分别同比 +0.15/-0.64/+0.37/-0.08/-0.10pcts，东部与西部地区实现快速增长，北部与中部地区稳步增长。分渠道看，2024H1 线上/线下营收为 28.40/442.71 亿元，分别同比 +13.18%/+12.41%，分别占酒类收入 6.03%/93.97%；经销/直销营收分别为 275.94/195.17 亿元，分别同比 +13.51%/+11.01%，分别占酒类收入 58.57%/41.43%；毛利率分别为 79.70%/86.67%，分别同比 +0.19/-0.23pcts。上半年公司完成 634 家专卖店的第五代门头升级、639 家集合店建设，截至 2024H1，总经销商 2530 家，较 2024 年年初减少 40 家；五粮浓香总经销商 3480 家，较 2024 年年初增加 96 家，五粮浓香公司深入推进市场精耕，在空白薄弱市场进行扁平化招商布局。

## 盈利预测

我们看好公司维护价格体系决心，渠道信心恢复中，加速公司品牌价值回归。预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 8.75/9.91/11.28 元，当前股价对应 PE 分别为 13/12/10 倍，维持“买入”投资评级。

## 风险提示

宏观经济下行风险、旺季增长不及预期、批价上行不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	83,272	92,364	102,744	114,592
增长率（%）	12.6%	10.9%	11.2%	11.5%
归母净利润（百万元）	30,211	33,963	38,457	43,773
增长率（%）	13.2%	12.4%	13.2%	13.8%
摊薄每股收益（元）	7.78	8.75	9.91	11.28
ROE（%）	22.8%	22.3%	22.0%	21.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	115,456	134,313	156,668	182,363
应收款	82	127	197	283
存货	17,388	17,675	18,356	18,981
其他流动资产	14,256	15,702	16,439	17,189
流动资产合计	147,182	167,817	191,660	218,815
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	5,188	8,215	9,016	8,955
在建工程	5,621	2,248	899	360
无形资产	2,057	1,954	1,851	1,753
长期股权投资	2,020	2,070	2,110	2,140
其他非流动资产	3,364	3,364	3,364	3,364
非流动资产合计	18,251	17,852	17,241	16,573
资产总计	165,433	185,669	208,902	235,388
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	9,597	9,819	10,258	10,677
其他流动负债	16,222	16,222	16,222	16,222
流动负债合计	32,683	33,127	33,799	34,434
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	400	400	400	400
非流动负债合计	400	400	400	400
负债合计	33,084	33,527	34,199	34,834
<b>所有者权益</b>				
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
股东权益	132,349	152,141	174,703	200,554
负债和所有者权益	165,433	185,669	208,902	235,388

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	31521	35415	40059	45549
少数股东权益	1310	1452	1602	1776
折旧摊销	515	449	645	694
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	8396	-1333	-817	-825
经营活动现金净流量	41742	35982	41490	47194
投资活动现金净流量	-2932	296	508	571
筹资活动现金净流量	-19953	-15623	-17498	-19698
现金流量净额	18,857	20,655	24,499	28,067

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	83,272	92,364	102,744	114,592
营业成本	20,157	21,893	24,000	26,226
营业税金及附加	12,532	13,947	15,412	17,074
销售费用	7,796	9,236	10,172	11,230
管理费用	3,319	3,787	4,110	4,469
财务费用	-2,473	-3,761	-4,387	-5,106
研发费用	322	357	397	443
费用合计	8,964	9,620	10,292	11,036
资产减值损失	-4	-3	-2	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	58	45	40	30
营业利润	42,004	47,096	53,179	60,365
加:营业外收入	45	35	30	25
减:营业外支出	136	100	80	60
利润总额	41,913	47,031	53,129	60,330
所得税费用	10,392	11,617	13,070	14,781
净利润	31,521	35,415	40,059	45,549
少数股东损益	1,310	1,452	1,602	1,776
归母净利润	30,211	33,963	38,457	43,773

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	12.6%	10.9%	11.2%	11.5%
归母净利润增长率	13.2%	12.4%	13.2%	13.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	75.8%	76.3%	76.6%	77.1%
四项费用/营收	10.8%	10.4%	10.0%	9.6%
净利率	37.9%	38.3%	39.0%	39.7%
ROE	22.8%	22.3%	22.0%	21.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	20.0%	18.1%	16.4%	14.8%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1012.2	730.0	521.4	405.6
存货周转率	1.2	2.0	2.1	2.3
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	7.78	8.75	9.91	11.28
P/E	14.6	13.0	11.5	10.1
P/S	5.3	4.8	4.3	3.9
P/B	3.4	3.0	2.6	2.3

## 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。