

业绩平稳增长，推进高端布局

增持(下调)

——五粮液(000858)点评报告

2024年08月29日

报告关键要素:

8月28日，公司发布2024年中报。

投资要点:

业绩增长稳健，顺利实现目标任务“双过半”。2024H1，公司实现营业收入506.48亿元(YoY+11.30%)，实现归母净利润190.57亿元(YoY+11.86%)，实现扣非归母净利润189.39亿元(YoY+11.79%)，业绩基本符合市场预期。Q2单季，公司实现营业收入158.15亿元(YoY+10.07%)，实现归母净利润50.12亿元(YoY+11.50%)，实现扣非归母净利润49.00亿元(YoY+9.25%)。

聚焦中高价位产品，渠道结构持续改善。分产品：公司核心大单品第八代五粮液销量同比增长12.07%，营收同比增长11.45%，动销稳中有升，毛利率同比下降0.11pct至86.69%；由于公司聚焦中高价位产品，其他系列酒产品产销量有所下滑，销量同比下降23.86%，营收同比增长17.77%，毛利率同比提升1.58pct至62.23%。分渠道：直销渠道与经销渠道业绩均稳中有增，直销收入同比增长11.01%，毛利率下降0.23pct至86.67%；经销收入同比增长13.51%，毛利率提升0.19pct至79.70%。

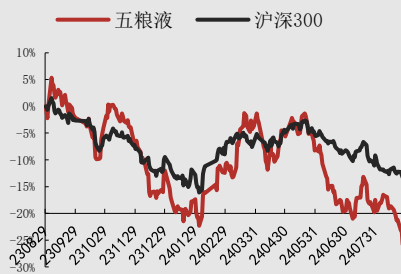
利润率稳中有升，销售费用投入增加。2024年上半年，公司毛利率小幅提升0.58pct至77.36%，销售/管理/研发/财务费用率分别为10.59%/3.43%/0.32%/-2.77%，分别同比+1.10/-0.43/+0.02/-0.02pct，净利率提升0.05pct至39.15%。Q2单季，公司毛利率提升1.74pct至75.02%，销售费用率同比提升1.97pct至17.34%，管理费用率同比下降0.32pct至4.26%，净利率同比微增0.21pct至32.82%。

盈利预测与投资建议：公司作为高端白酒龙头，品牌护城河较深，业绩增长确定性较强，上半年顺利实现了目标任务“双过半”。我们根据最新经营数据调整公司盈利预测，预计公司2024-2026年实现归母净利润335.93/372.73/412.27亿元(更新前2024-2026年归母净利润为341.54/382.68/425.68亿元)，同比增长11.20%/10.96%/10.61%，对应EPS为8.65/9.60/10.62元/股，8月28日收盘价对应PE为13/12/11倍。考虑到近期消费市场整体趋弱，国民消费能力与意愿均有待提升，

基础数据

总股本(百万股)	3,881.61
流通股(百万股)	3,881.53
收盘价(元)	114.00
总市值(亿元)	4,425.03
流通A股市值(亿元)	4,424.94

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

营收利润稳增长，质量回报双提升
Q3业绩超预期，营收利润增速环比大幅提升
Q2业绩增长减速，上半年回款进度较优

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 02032255207

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师:

叶柏良

执业证书编号: S0270524010002

电话: 18125933783

邮箱: yebl@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	83272.07	92310.67	102086.60	112754.49
增长率(%)	12.58	10.85	10.59	10.45
归母净利润(百万元)	30210.59	33593.14	37273.30	41227.40
增长率(%)	13.19	11.20	10.96	10.61
每股收益(元)	7.78	8.65	9.60	10.62
市盈率(倍)	14.65	13.17	11.87	10.73
市净率(倍)	3.42	2.71	2.21	1.83

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

对白酒行业需求与营收造成了一定压力，拖累白酒龙头业绩与行情表现，我们下调公司评级至“增持”。

风险因素：政策风险、高端酒需求不及预期风险、行业竞争加剧风险。

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	83272	92311	102087	112754
同比增速 (%)	12.58	10.85	10.59	10.45
营业成本	20157	21882	23947	26316
毛利	63115	70428	78139	86439
营业收入 (%)	75.79	76.29	76.54	76.66
税金及附加	12532	13652	15098	16773
营业收入 (%)	15.05	14.79	14.79	14.88
销售费用	7796	9600	11127	12967
营业收入 (%)	9.36	10.40	10.90	11.50
管理费用	3319	3415	3675	3946
营业收入 (%)	3.99	3.70	3.60	3.50
研发费用	322	318	361	402
营业收入 (%)	0.39	0.34	0.35	0.36
财务费用	-2473	-2886	-3514	-4473
营业收入 (%)	-2.97	-3.13	-3.44	-3.97
资产减值损失	-4	-6	-8	-5
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	331	311	350	395
投资收益	58	93	96	104
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	2	2	2
营业利润	42004	46729	51832	57319
营业收入 (%)	50.44	50.62	50.77	50.84
营业外收支	-91	-88	-83	-87
利润总额	41913	46641	51748	57232
营业收入 (%)	50.33	50.53	50.69	50.76
所得税费用	10392	11512	12786	14144
净利润	31521	35129	38962	43088
营业收入 (%)	37.85	38.06	38.17	38.21
归属于母公司的净利润	30211	33593	37273	41227
同比增速 (%)	13.19	11.20	10.96	10.61
少数股东损益	1310	1536	1689	1860
EPS (元/股)	7.78	8.65	9.60	10.62

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	7.78	8.65	9.60	10.62
BVPS	33.38	42.03	51.63	62.26
PE	14.65	13.17	11.87	10.73
PEG	1.11	1.18	1.08	1.01
PB	3.42	2.71	2.21	1.83
EV/EBITDA	10.61	6.85	5.45	4.18
ROE	23.32%	20.59%	18.60%	17.06%
ROIC	22.41%	19.62%	17.55%	15.89%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	115456	140568	178903	221748
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	43	11199	4217	6131
存货	17388	18969	20823	22798
预付款项	169	203	201	229
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	14126	18032	25731	23191
流动资产合计	147182	188970	229875	274097
长期股权投资	2020	2077	2132	2181
固定资产	5190	6078	6894	7647
在建工程	5623	5790	6121	6647
无形资产	2057	2598	3278	4198
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	2243	2494	2494	2494
其他非流动资产	1116	655	509	380
资产总计	165433	208664	251305	297645
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9597	9542	10853	11977
预收账款	18	18	21	23
合同负债	6864	13755	13571	13695
应付职工薪酬	3872	4247	4565	5059
应交税费	6268	6935	7557	8435
其他流动负债	6064	6089	7700	8329
流动负债合计	32683	40585	44266	47519
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	32	240	240	240
其他非流动负债	369	360	358	358
负债合计	33084	41186	44865	48117
归属于母公司的所有者权益	129558	163151	200425	241652
少数股东权益	2791	4327	6016	7876
股东权益	132349	167478	206440	249528
负债及股东权益	165433	208664	251305	297645

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	41742	26325	40312	45135
投资	0	-57	-55	-49
资本性支出	-2955	-2103	-1986	-2346
其他	24	596	66	104
投资活动现金流净额	-2932	-1564	-1975	-2291
债权融资	0	357	-2	0
股权融资	23	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-15894	0	0	0
其他	-429	-6	0	0
筹资活动现金流净额	-16300	351	-2	0
现金净流量	22511	25111	38335	42844

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场