

证券研究报告

公司研究

点评报告

五粮液 (000858.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

五粮液 (000858.SZ): 改革信号显著, 定调“营销执行年”
2024. 03. 25

五粮液 (000858.SZ): 旺季催化, 增长提速
2023. 10. 29

五粮液 (000858.SZ): 优化为先, 良性增长
2023. 08. 27

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门大街127号金隅大厦B座
邮编: 100031

找准发力方向, 品牌优势凸显

2024年08月29日

事件: 2024年上半年, 公司实现营收 506.48 亿元, 同比+11.3%; 归母净利润 190.57 亿元, 同比+11.86%; 销售收现 496.48 亿元, 同比+15.32%; 经营净现金流 134.28 亿元, 同比+18.52%; 半年末合同负债 81.58 亿元, 同比+45.08 亿元。

点评:

- **目标任务顺利过半, 基地市场表现突出。** 24Q2, 公司营收 158.15 亿元, 同比+10.08%; 归母净利润 50.12 亿元, 同比+11.5%, 顺利实现年度目标任务“双过半”。分区域看, 上半年: ①东、南、西、北、中部市场分别收入 135.52 亿元、34.96 亿元、167.59 亿元、48.41 亿元、84.62 亿元, 同比+15.7%、-0.6%、+16.7%、+8.2%、+8.2%, 江苏、四川两大核心基地市场强势增长, 1618、低度五粮液贡献突出。②经销、直销分别收入 275.94 亿元、195.17 亿元, 同比+13.51%、11.01%。截至二季度末, 五粮液经销商共计 2530 家, 较上年末净减少 40 家 (其中东部+13 家、南部-10 家、西部-36 家、北部+1 家、中部-8 家), 主要系公司对渠道开展梳理, 产品投放效率也有一定提升; 系列酒经销商 950 家, 较上年末净增加 136 家; 专门店 1662 家, 数量稳定。
- **做深代际酒, 做大系列酒。** 上半年, 公司酒类收入 471.11 亿元, 同比+12.46%。其中, ①五粮液产品收入 392.05 亿元, 同比+11.45%, 量价贡献+12.07%/-0.56%, 毛利率同比-0.1pct 至 86.7%。八代五粮液坚持计划量只减不增, 保持价格的稳定; 1618 和 39 度通过“宴席活动+扫码红包+终端排名”的组合, 实现了动销、宴席双增长; 45 度和 68 度上市招商, 加大潜力市场拓展。②其他酒产品收入 79.06 亿元, 同比+17.77%, 量价贡献-23.86%/+54.68%, 毛利率同比+1.5pct 至 62.2%, 主要系五粮液浓香公司持续向中高价位产品聚焦, 低价位产品销售量减少。此外, 塑料、印刷、玻璃等非酒类业务上半年收入 35.37 亿元, 同比-2.1%, 毛利率同比-1.3pct 至 7.8%。上半年公司整体毛利率同比+0.58pct 至 77.36%。
- **广告及促销费投入加大, 盈利能力小幅提升。** 23Q2, 公司税金及附加率同比+0.44pct (上半年同比-0.12pct); 销售费用率同比+1.97pct (上半年同比+1.1pct), 形象宣传费和促销费有所增加, 主要体现在线下广告投入及扫码红包费用; 管理费用率同比-0.33pct (上半年同比+0.43pct); 研发费用率同比+0.07pct (上半年同比+0.02pct)。二季度公司归母净利率同比+0.41pct 至 31.69% (上半年同比+0.19pct 至 37.63%), 盈利水平小幅提升。
- **盈利预测与投资评级:** 今年以来, 公司较好解决了核心大单品八代五粮液的量价平衡问题, 通过侧翼单品实现多样增长来源, 近期经典五粮液平台已成立, 强品牌力优势在行业调整周期中更凸显。我们预计公司 2024-2026 年摊薄每股收益分别为 8.74 元、9.78 元、10.85 元, 维持

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：**消费弱复苏影响；行业竞争加剧；食品安全风险

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	73,969	83,272	92,766	102,484	112,472
增长率 YoY %	11.7%	12.6%	11.4%	10.5%	9.7%
归属母公司净利润 (百万元)	26,690	30,211	33,933	37,960	42,126
增长率 YoY%	14.2%	13.2%	12.3%	11.9%	11.0%
毛利率%	75.4%	75.8%	76.8%	77.2%	77.6%
净资产收益率ROE%	23.4%	23.3%	23.7%	24.1%	24.3%
EPS(摊薄)(元)	6.88	7.78	8.74	9.78	10.85
市盈率 P/E(倍)	26.28	18.03	13.04	11.66	10.50
市净率 P/B(倍)	6.15	4.20	3.09	2.81	2.55

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为2024年08月28日收盘价

资产负债表					
单位:百万					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	137,566	147,182	162,844	181,185	200,874
货币资金	92,358	115,456	130,787	148,272	167,156
应收票据	120	0	0	0	0
应收账款	36	43	51	56	62
预付账款	136	169	151	163	176
存货	15,981	17,388	17,718	18,551	19,331
其他	28,935	14,126	14,137	14,143	14,148
非流动资产	15,246	18,251	19,353	19,795	20,278
长期股权投资	1,986	2,020	2,020	2,020	2,020
固定资产(合)	5,313	5,190	5,042	4,935	4,867
无形资产	519	2,057	2,907	3,057	3,207
其他	7,428	8,984	9,384	9,784	10,184
资产总计	152,812	165,433	182,197	200,980	221,151
流动负债	35,759	32,683	34,498	37,097	39,704
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	888	732	709	768	828
应付账款	7,247	8,864	8,269	8,636	8,975
其他	27,624	23,087	25,521	27,694	29,901
非流动负债	366	400	400	400	400
长期借款	0	0	0	0	0
其他	366	400	400	400	400
负债合计	36,125	33,084	34,899	37,497	40,105
少数股东权益	2,659	2,791	4,205	5,787	7,542
归属母公司股东权益	114,028	129,558	143,093	157,696	173,504
负债和股东权益	152,812	165,433	182,197	200,980	221,151

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	73,969	83,272	92,766	102,484	112,472
同比(%)	11.7%	12.6%	11.4%	10.5%	9.7%
归属母公司净利润	26,690	30,211	33,933	37,960	42,126
同比(%)	14.2%	13.2%	12.3%	11.9%	11.0%
毛利率(%)	75.4%	75.8%	76.8%	77.2%	77.6%
ROE%	23.4%	23.3%	23.7%	24.1%	24.3%
EPS(摊薄)(元)	6.88	7.78	8.74	9.78	10.85
P/E	26.28	18.03	13.04	11.66	10.50
P/B	6.15	4.20	3.09	2.81	2.55
EV/EBITDA	16.99	10.70	6.98	5.90	5.00

利润表					
单位:百万					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	73,969	83,272	92,766	102,484	112,472
营业成本	18,178	20,157	21,557	23,348	25,200
营业税金及附加	10,749	12,532	13,915	15,373	16,871
销售费用	6,844	7,796	9,740	10,761	11,810
管理费用	3,068	3,319	3,525	3,792	4,049
研发费用	236	322	325	359	394
财务费用	-2,026	-2,473	-2,709	-3,070	-3,470
减值损失合计	-26	-4	0	0	0
投资净收益	93	58	93	102	112
其他	188	331	371	410	450
营业利润	37,174	42,004	46,876	52,434	58,181
营业外收支	-71	-91	-60	-60	-60
利润总额	37,104	41,913	46,816	52,374	58,121
所得税	9,134	10,392	11,470	12,832	14,240
净利润	27,970	31,521	35,346	39,542	43,881
少数股东损益	1,280	1,310	1,414	1,582	1,755
归属母公司净利润	26,690	30,211	33,933	37,960	42,126
EBITDA	35,858	40,128	44,704	49,852	55,149
EPS(当年)(元)	6.88	7.78	8.74	9.78	10.85

现金流量表					
单位:百万					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	24,431	41,742	37,798	42,243	46,632
净利润	27,970	31,521	35,346	39,542	43,881
折旧摊销	965	982	1,000	1,000	1,000
财务费用	48	11	0	0	0
投资损失	-93	-58	-93	-102	-112
营运资金变动	-4,119	9,402	1,484	1,743	1,803
其它	-340	-116	60	60	60
投资活动现金流	-1,716	-2,932	-1,467	-758	-748
资本支出	-1,734	-2,955	-1,560	-860	-860
长期投资	-6	0	0	0	0
其他	23	24	93	102	112
筹资活动现金流	-13,105	-16,300	-21,000	-24,000	-27,000
吸收投资	0	23	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-12,681	-15,894	-21,000	-24,000	-27,000
现金流净增加额	9,609	22,511	15,330	17,485	18,884

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021 年加入国泰君安证券研究所，2021/2022 年新财富团队核心成员。2023 年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。