

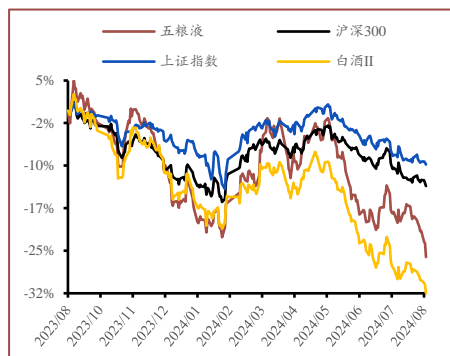
## 投资评级:增持(维持)

### 基本数据

2024-08-28

|          |        |
|----------|--------|
| 收盘价(元)   | 114.00 |
| 流通股本(亿股) | 38.82  |
| 每股净资产(元) | 33.62  |
| 总股本(亿股)  | 38.82  |

### 最近12月市场表现



分析师 吴文德

SAC证书编号: S0160523090004  
wuwd01@ctsec.com

分析师 任金星

SAC证书编号: S0160524010001  
renjx@ctsec.com

### 相关报告

- 《稳字当先,远近兼顾》 2024-06-30
- 《改革深化,价值为先》 2024-05-29
- 《开门红顺利兑现,目标稳健信心充足》 2024-04-29

## 核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布2024年中报,2024H1实现营收506.5亿元,同比+11.3%,归母净利润190.6亿元,同比+11.9%;2024Q2实现营收158.2亿元,同比+10.1%,归母净利润50.1亿元,同比+11.5%。
- ❖ **1618/低度补齐增量,系列酒提质升级。**2024H1酒类营收471亿元,同比+12.5%。分产品看:1)2024H1五粮液产品收入392亿元,同比+11.4%,量/价分别同比+12.1%/-0.6%。普五在减量控货基础上推测微增;1618、低度通过扫码红包、宴席活动促动销补齐增长;经典五粮液推测增长贡献不大。2)2024H1系列酒收入79亿元,同比+17.8%。量/价分别同比-23.9%/+54.7%,主因2023H1尖庄放量导致量高基数/价低基数。2024H1系列酒更加聚焦,五粮春升级转型、尖庄控量,发力产品结构优化,逐步补齐腰部短板。
- ❖ **核心区域强者更强,深耕招商发力。**分区域及渠道看,2024H1东部/西部两大核心区域市场收入分别同比+15.7%/+16.7%,增速快于其他区域。渠道整体来看,2024H1五粮液产品/系列酒分别-40/+136家经销商。五粮液产品的东西两大区域内分别增加+13/-36家,期内经销商体系发力调整;系列酒推进深耕,在空白薄弱加大招商力度。
- ❖ **盈利平稳向好,结构优化拉高毛利。**2024Q2归母净利率31.7%,同比+0.4pct,盈利向好源自毛利率贡献。2024Q2毛利率75%,同比+1.7pct,主因系列酒产品结构优化,2024H1系列酒毛利率62.2%,同比+1.6pct。费用方面,2024Q2销售/管理费用17.3%/4.3%,同比+2pct/-0.3pct。销售费用率提升或主因扫码红包等费投加大。
- ❖ **收现表现亮眼,回款节奏稳健。**24Q2销售商品收现同比+93.4%,收现比高达176%,同比+76pct,季末合同负债81.6亿元,同比+123.6%。收现亮眼表现得益于超前的回款政策,经销商信心充足,全年任务有望稳健兑现。
- ❖ **投资建议:** 尽管当前环境偏弱,五粮液在千元绝对龙头的品牌力基础上,精准推进渠道调控,普五挺价坚决,批价、库存维持良性,有望以积极状态进入旺季。战略补充得当,1618、低度补齐短期增量,适时推出差异度数产品、经典年份酒谋求远期潜力。看好公司量价正循环下的稳健增长。预计公司2024-2026年实现归母净利润337.4/378.8/422.0亿元,同比增长11.7%/12.3%/11.4%;对应PE为13.1/11.7/10.5倍。公司符合“双位数增长+有股息(4%+)”特征,维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 经济增长不及预期;批价超预期下跌;竞争加剧风险。

### 盈利预测:

|            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 73969 | 83272 | 92169 | 103012 | 113568 |
| 收入增长率(%)   | 11.72 | 12.58 | 10.68 | 11.76  | 10.25  |
| 归母净利润(百万元) | 26690 | 30211 | 33744 | 37877  | 42202  |
| 净利润增长率(%)  | 14.17 | 13.19 | 11.70 | 12.25  | 11.42  |
| EPS(元/股)   | 6.88  | 7.78  | 8.69  | 9.76   | 10.87  |
| PE         | 26.28 | 18.03 | 13.11 | 11.68  | 10.49  |
| ROE(%)     | 23.41 | 23.32 | 23.24 | 23.27  | 23.15  |
| PB         | 6.15  | 4.20  | 3.05  | 2.72   | 2.43   |

数据来源:wind数据,财通证券研究所(以2024年08月28日收盘价计算)

**公司财务报表及指标预测**

| 利润表(百万元)          |                  |                  |                  |                  |                  | 资产负债表(百万元)        |                  |                  |                  |                  |                  |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                   | 2022A            | 2023A            | 2024E            | 2025E            | 2026E            |                   | 2022A            | 2023A            | 2024E            | 2025E            | 2026E            |
| <b>营业收入</b>       | <b>73968.64</b>  | <b>83272.07</b>  | <b>92169.39</b>  | <b>103012.04</b> | <b>113567.85</b> | <b>货币资金</b>       | 92358.43         | 115456.30        | 123189.08        | 135714.38        | 157642.45        |
| 减:营业成本            | 18178.43         | 20157.14         | 21437.79         | 23811.39         | 25751.57         | 交易性金融资产           | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 营业税费              | 10748.80         | 12531.70         | 13630.84         | 15235.33         | 16894.30         | 应收账款              | 35.69            | 42.65            | 76.01            | 45.61            | 82.77            |
| 销售费用              | 6844.24          | 7796.30          | 8663.92          | 9528.61          | 10448.24         | 应收票据              | 119.92           | 0.00             | 256.03           | 30.12            | 285.35           |
| 管理费用              | 3068.12          | 3319.45          | 3527.15          | 3902.66          | 4173.49          | 预付帐款              | 135.98           | 169.43           | 199.19           | 199.84           | 223.95           |
| 研发费用              | 235.78           | 321.85           | 356.23           | 398.14           | 438.94           | 存货                | 15980.66         | 17387.84         | 19152.77         | 22638.79         | 23919.26         |
| 财务费用              | -2026.35         | -2473.17         | -2071.74         | -2204.18         | -2421.69         | 其他流动资产            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 资产减值损失            | -26.21           | -3.93            | -12.56           | -14.23           | -10.24           | 可供出售金融资产          |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>加:公允价值变动收益</b> | <b>0.00</b>      | <b>0.00</b>      | <b>0.00</b>      | <b>0.00</b>      | <b>0.00</b>      | 持有至到期投资           |                  |                  |                  |                  |                  |
| 投资和汇兑收益           | 92.57            | 57.62            | 60.58            | 64.33            | 67.37            | 长期股权投资            | 1986.39          | 2020.37          | 2054.34          | 2088.32          | 2122.30          |
| <b>营业利润</b>       | <b>37174.42</b>  | <b>42003.66</b>  | <b>46943.04</b>  | <b>52682.90</b>  | <b>58672.45</b>  | 投资性房地产            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 加:营业外净收支          | -70.90           | -90.98           | -87.97           | -83.28           | -87.41           | 固定资产              | 5312.97          | 5189.92          | 8591.53          | 11210.50         | 12659.86         |
| <b>利润总额</b>       | <b>37103.52</b>  | <b>41912.68</b>  | <b>46855.07</b>  | <b>52599.62</b>  | <b>58585.04</b>  | 在建工程              | 3773.16          | 5623.36          | 3829.29          | 2983.13          | 1705.27          |
| 减:所得税             | 9133.74          | 10391.90         | 11540.14         | 12981.67         | 14471.24         | 无形资产              | 518.52           | 2056.87          | 2548.54          | 3178.10          | 4040.23          |
| <b>净利润</b>        | <b>26689.98</b>  | <b>30210.59</b>  | <b>33744.05</b>  | <b>37877.33</b>  | <b>42202.45</b>  | 其他非流动资产           | 972.50           | 824.82           | 907.30           | 998.03           | 1097.83          |
| <b>资产负债表(百万元)</b> | <b>2022A</b>     | <b>2023A</b>     | <b>2024E</b>     | <b>2025E</b>     | <b>2026E</b>     | <b>资产总额</b>       | <b>152811.93</b> | <b>165432.98</b> | <b>190808.37</b> | <b>209374.15</b> | <b>233851.31</b> |
| 货币资金              | 92358.43         | 115456.30        | 123189.08        | 135714.38        | 157642.45        | 短期债务              | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 交易性金融资产           | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 应付帐款              | 7246.80          | 8864.21          | 8574.11          | 6084.87          | 7304.54          |
| 应收账款              | 35.69            | 42.65            | 76.01            | 45.61            | 82.77            | 应付票据              | 887.97           | 732.43           | 1250.13          | 890.41           | 1365.12          |
| 应收票据              | 119.92           | 0.00             | 256.03           | 30.12            | 285.35           | 其他流动负债            | 1544.72          | 663.72           | 663.72           | 663.72           | 663.72           |
| 预付帐款              | 135.98           | 169.43           | 199.19           | 199.84           | 223.95           | 长期借款              | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 存货                | 15980.66         | 17387.84         | 19152.77         | 22638.79         | 23919.26         | 其他非流动负债           | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他流动资产            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>负债总额</b>       | <b>36124.90</b>  | <b>33083.61</b>  | <b>41270.41</b>  | <b>40464.69</b>  | <b>43554.44</b>  |
| 可供出售金融资产          |                  |                  |                  |                  |                  | <b>少数股东权益</b>     | <b>2659.13</b>   | <b>2791.13</b>   | <b>4362.02</b>   | <b>6102.63</b>   | <b>8013.97</b>   |
| 持有至到期投资           |                  |                  |                  |                  |                  | 股本                | 3881.61          | 3881.61          | 3881.61          | 3881.61          | 3881.61          |
| 长期股权投资            | 1986.39          | 2020.37          | 2054.34          | 2088.32          | 2122.30          | 留存收益              | 107463.64        | 122993.99        | 138611.69        | 156242.59        | 175718.64        |
| 投资性房地产            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>股东权益</b>       | <b>116687.03</b> | <b>132349.37</b> | <b>149537.96</b> | <b>168909.47</b> | <b>190296.87</b> |
| 固定资产              | 5312.97          | 5189.92          | 8591.53          | 11210.50         | 12659.86         | <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2022A</b>     | <b>2023A</b>     | <b>2024E</b>     | <b>2025E</b>     | <b>2026E</b>     |
| 在建工程              | 3773.16          | 5623.36          | 3829.29          | 2983.13          | 1705.27          | 净利润               | 26689.98         | 30210.59         | 33744.05         | 37877.33         | 42202.45         |
| 无形资产              | 518.52           | 2056.87          | 2548.54          | 3178.10          | 4040.23          | 加:折旧和摊销           | 965.19           | 982.12           | 1045.54          | 1093.81          | 1098.52          |
| 其他非流动资产           | 972.50           | 824.82           | 907.30           | 998.03           | 1097.83          | 资产减值准备            | 20.84            | -1.25            | 13.33            | 15.00            | 11.01            |
| <b>资产总额</b>       | <b>152811.93</b> | <b>165432.98</b> | <b>190808.37</b> | <b>209374.15</b> | <b>233851.31</b> | 公允价值变动损失          | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 短期债务              | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 财务费用              | 47.87            | 10.99            | 6.47             | 13.22            | 21.17            |
| 应付帐款              | 7246.80          | 8864.21          | 8574.11          | 6084.87          | 7304.54          | 投资收益              | -92.57           | -57.62           | -60.58           | -64.33           | -67.37           |
| 应付票据              | 887.97           | 732.43           | 1250.13          | 890.41           | 1365.12          | 少数股东损益            | 1279.80          | 1310.19          | 1570.88          | 1740.61          | 1911.35          |
| 其他流动负债            | 1544.72          | 663.72           | 663.72           | 663.72           | 663.72           | 营运资金的变动           | -4119.41         | 9401.88          | -8381.47         | -5001.26         | 789.55           |
| 长期借款              | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>24431.14</b>  | <b>41742.48</b>  | <b>28245.54</b>  | <b>35642.47</b>  | <b>46053.96</b>  |
| 其他非流动负债           | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-1716.45</b>  | <b>-2931.83</b>  | <b>-3287.63</b>  | <b>-3637.41</b>  | <b>-2284.09</b>  |
| <b>负债总额</b>       | <b>36124.90</b>  | <b>33083.61</b>  | <b>41270.41</b>  | <b>40464.69</b>  | <b>43554.44</b>  | <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-13105.43</b> | <b>-16300.23</b> | <b>-17697.26</b> | <b>-20046.30</b> | <b>-22521.66</b> |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>2659.13</b>   | <b>2791.13</b>   | <b>4362.02</b>   | <b>6102.63</b>   | <b>8013.97</b>   |                   |                  |                  |                  |                  |                  |
| 股本                | 3881.61          | 3881.61          | 3881.61          | 3881.61          | 3881.61          |                   |                  |                  |                  |                  |                  |
| 留存收益              | 107463.64        | 122993.99        | 138611.69        | 156242.59        | 175718.64        |                   |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>股东权益</b>       | <b>116687.03</b> | <b>132349.37</b> | <b>149537.96</b> | <b>168909.47</b> | <b>190296.87</b> |                   |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2022A</b>     | <b>2023A</b>     | <b>2024E</b>     | <b>2025E</b>     | <b>2026E</b>     |                   |                  |                  |                  |                  |                  |
| 净利润               | 26689.98         | 30210.59         | 33744.05         | 37877.33         | 42202.45         | <b>业绩和估值指标</b>    | <b>2022A</b>     | <b>2023A</b>     | <b>2024E</b>     | <b>2025E</b>     | <b>2026E</b>     |
| 加:折旧和摊销           | 965.19           | 982.12           | 1045.54          | 1093.81          | 1098.52          | EPS(元)            | 6.88             | 7.78             | 8.69             | 9.76             | 10.87            |
| 资产减值准备            | 20.84            | -1.25            | 13.33            | 15.00            | 11.01            | BVPS(元)           | 29.38            | 33.38            | 37.40            | 41.94            | 46.96            |
| 公允价值变动损失          | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | PE(X)             | 26.3             | 18.0             | 13.1             | 11.7             | 10.5             |
| 财务费用              | 47.87            | 10.99            | 6.47             | 13.22            | 21.17            | PB(X)             | 6.2              | 4.2              | 3.0              | 2.7              | 2.4              |
| 投资收益              | -92.57           | -57.62           | -60.58           | -64.33           | -67.37           | P/FCF             |                  |                  |                  |                  |                  |
| 少数股东损益            | 1279.80          | 1310.19          | 1570.88          | 1740.61          | 1911.35          | P/S               | 9.5              | 6.5              | 6.4              | 5.7              | 5.2              |
| 营运资金的变动           | -4119.41         | 9401.88          | -8381.47         | -5001.26         | 789.55           | EV/EBITDA         | 16.9             | 10.6             | 7.0              | 6.0              | 5.0              |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>24431.14</b>  | <b>41742.48</b>  | <b>28245.54</b>  | <b>35642.47</b>  | <b>46053.96</b>  | CAGR(%)           |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-1716.45</b>  | <b>-2931.83</b>  | <b>-3287.63</b>  | <b>-3637.41</b>  | <b>-2284.09</b>  | PEG               | 1.9              | 1.4              | 1.1              | 1.0              | 0.9              |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-13105.43</b> | <b>-16300.23</b> | <b>-17697.26</b> | <b>-20046.30</b> | <b>-22521.66</b> | ROIC/WACC         |                  |                  |                  |                  |                  |
|                   |                  |                  |                  |                  |                  | REP               |                  |                  |                  |                  |                  |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 28 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。