

五粮液 (000858.SZ)

第二季度收入同比增长 10%，现金流反映厂商关系向好

优于大市

核心观点

2024 年第二季度公司收入同比+10.1%，净利润同比+11.5%。2024 上半年公司实现营业总收入 506.48 亿元，同比+11.3%；实现归母净利润 190.57 亿元，同比+11.9%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 158.15 亿元，同比+10.1%；实现归母净利润 50.12 亿元，同比+11.5%。

淡季动销稳健增长，1618 增速较快。2024H1 酒类营收同比+12.46%，五粮液主品牌/系列酒实现收入 392.05/79.06 亿元，同比+11.45%/+17.77%。五粮液主品牌销量/吨价同比+12.07%/-0.56%，普五合理控量，五粮液 1618、39 度五粮液增速较快，毛利率同比-0.11pcts；系列酒销量/吨价同比-23.86%/+54.68%，公司持续聚焦大单品打造，五粮春在低线市场宴席场景收割份额，毛利率同比+1.58pcts。单二季度看，行业整体需求略淡，公司仍实现双位数稳健增长（五粮液收入端与动销端基本匹配），五粮液 1618 在宴席场景快速增长，我们认为品牌力是公司旺季动销的底气。

成本改善效果显现，回款同比高增。2024Q2 毛利率同比+1.74pcts，系包材等成本端持续优化所致。现金流表现强劲，2024Q2 公司经营性现金流量净额 129.12 亿元/同比+619.6%，销售收现 278.79 亿元/同比+93.4%，我们判断系 1) 春节旺季回款进度较快，公司给予票据政策支持，部分大商 6 月承兑半年度到期、现金填仓较多；2) 1618 和低度现金打款占比增加。回款实现高增，截至 Q2 末合同负债 81.58 亿元/环比 Q1 末增加 31.10 亿元，我们判断主因 6 月底公司费用兑付前，普五基本完成全年 80%回款任务；同时 Q2 淡季控制普五发货节奏，部分配额在 2-4 季度间均衡。

营销转型工作持续推进，厂商关系改善。2024H1 经销/直销模式收入同比+13.51%/+11.01%。截至 2024Q2 末五粮液品牌经销商 2530 个/环比一季度末减少 40 家，公司坚定扶商、优商、强商（对劣质商减少普五配额），经销商结构不断优化。我们认为公司未来经销商结构呈现“哑铃型”，2024H1 前五大经销商收入 106.98 亿元/同比+41.2%，收入占比提升部分来自于上半年新品导入市场时大商承担较多销售工作。系列酒经销商 950 个/环比一季度末增加 136 家，快速推进渠道下沉、品牌建设等市场基础工作。

盈利预测与投资建议：品牌力赋能中秋旺季动销，全年收入双位数增长确定性高。当前公司已开启中秋备货工作，部分地区按照 1019 元新价格回款；年度剩余任务量不重；结合公司根据经销商任务完成质量进行后置补贴，渠道积极性仍然较高，批价稳定在 930 元以上具有较高置信度。维持此前盈利预测，预计 2024-2025 年收入 924.4/1020.5 亿元，同比+11.0%/+10.4%；预计归母净利润 338.3/376.3 亿元，同比+12.0%/+11.2%，当前股价对应 13.1 倍 2024 年 PE，股息率 4.10%，估值性价比价高，强调“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

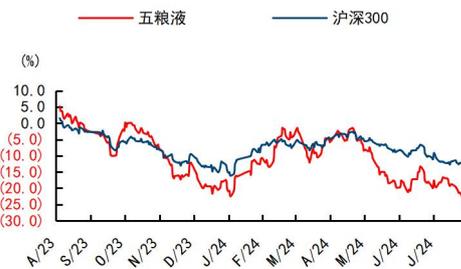
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	114.00 元
总市值/流通市值	442503/442494 百万元
52 周最高价/最低价	168.23/112.92 元
近 3 个月日均成交额	2102.09 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《五粮液 (000858.SZ) - 节奏良好、战略清晰，传递稳健增长信心》——2024-07-01
- 《五粮液 (000858.SZ) - 品牌、产品底蕴深厚，千元龙头整装待发》——2024-05-27
- 《五粮液 (000858.SZ) - 一季度收入增长 12%，成本端持续精益优化》——2024-05-04
- 《五粮液 (000858.SZ) - 提价初显成效，建议重点配置》——2024-03-21
- 《五粮液 (000858.SZ) - 2023 年实现稳健增长，龙年生肖酒供需两旺》——2024-01-30

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	92,439	102,054	112,919
(+/-%)	11.7%	12.6%	11.0%	10.4%	10.6%
净利润(百万元)	26691	30211	33832	37632	42201
(+/-%)	14.2%	13.2%	12.0%	11.2%	12.1%
每股收益(元)	6.88	7.78	8.72	9.70	10.87
EBIT Margin	47.1%	46.9%	47.5%	48.0%	48.7%
净资产收益率 (ROE)	23.4%	23.3%	23.6%	23.9%	24.5%
市盈率 (PE)	16.6	14.6	13.079	11.8	10.5
EV/EBITDA	13.5	12.0	10.8	9.7	8.7
市净率 (PB)	3.88	3.42	3.09	2.81	2.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2024 年第二季度公司收入同比+10.1%，净利润同比+11.5%。2024 上半年公司实现营业总收入 506.48 亿元，同比+11.3%；实现归母净利润 190.57 亿元，同比+11.9%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 158.15 亿元，同比+10.1%；实现归母净利润 50.12 亿元，同比+11.5%。

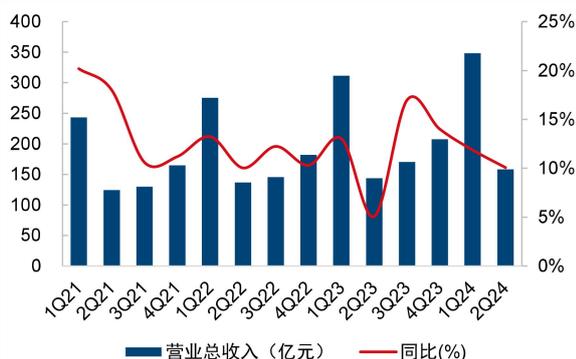
淡季动销稳健增长，1618 增速较快。2024H1 酒类营收同比+12.46%，五粮液主品牌/系列酒实现收入 392.05/79.06 亿元，同比+11.45%/+17.77%。五粮液主品牌销量/吨价同比+12.07%/-0.56%，普五合理控量，五粮液 1618、39 度五粮液增速较快，毛利率同比-0.11pcts；系列酒销量/吨价同比-23.86%/+54.68%，公司持续聚焦大单品打造，五粮春在低线市场宴席场景收割份额，毛利率同比+1.58pcts。单二季度看，行业整体需求略淡，公司仍实现双位数稳健增长（五粮液收入端与动销端基本匹配），五粮液 1618 在宴席场景快速增长，我们认为品牌力是公司旺季动销的底气。

成本改善效果显现，回款同比高增。2024Q2 毛利率同比+1.74pcts，系包材等成本端持续优化所致。现金流表现强劲，2024Q2 公司经营性现金流量净额 129.12 亿元/同比+619.6%，销售收现 278.79 亿元/同比+93.4%，我们判断系 1) 春节旺季回款进度较快，公司给予票据政策支持，部分大商 6 月承兑半年度到期、现金填仓较多；2) 1618 和低度现金打款占比增加。回款实现高增，截至 Q2 末合同负债 81.58 亿元/环比 Q1 末增加 31.10 亿元，我们判断主因 6 月底公司费用兑付前，普五基本完成全年 80%回款任务；同时 Q2 淡季控制普五发货节奏，部分配额在 2-4 季度间均衡。

营销转型工作持续推进，厂商关系改善。2024H1 经销/直销模式收入同比+13.51%/+11.01%。截至 2024Q2 末五粮液品牌经销商 2530 个/环比一季度末减少 40 家，公司坚定扶商、优商、强商（对劣质商减少普五配额），经销商结构不断优化。我们认为公司未来经销商结构呈现“哑铃型”，2024H1 前五大经销商收入 106.98 亿元/同比+41.2%，收入占比提升部分来自于上半年新品导入市场时大商承担较多销售工作。系列酒经销商 950 个/环比一季度末增加 136 家，快速推进渠道下沉、品牌建设等市场基础工作。

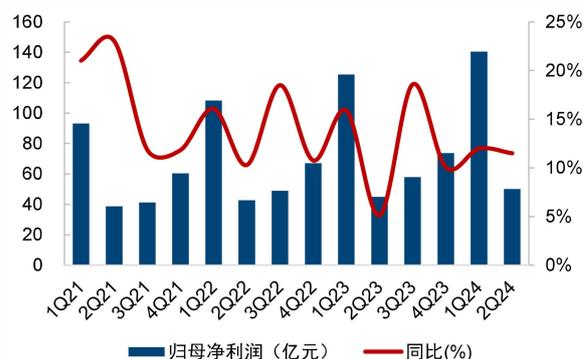
盈利预测与投资建议：品牌力赋能中秋旺季动销，全年收入双位数增长确定性强。当前公司已开启中秋备货工作，部分地区按照 1019 元新价格回款；年度剩余任务量不重；结合公司根据经销商任务完成质量进行后置补贴，渠道积极性仍然较高，批价稳定在 930 元以上具有较高置信度。维持此前盈利预测，预计 2024-2025 年收入 924.4/1020.5 亿元，同比+11.0%/+10.4%；预计归母净利润 338.3/376.3 亿元，同比+12.0%/+11.2%，当前股价对应 13.1 倍 2024 年 PE，股息率 4.10%，估值性价比价高，强调“优于大市”评级。

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



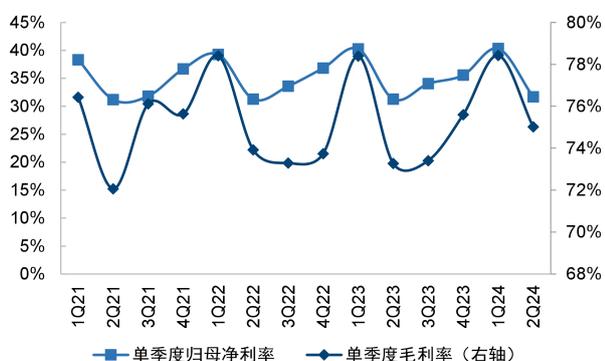
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



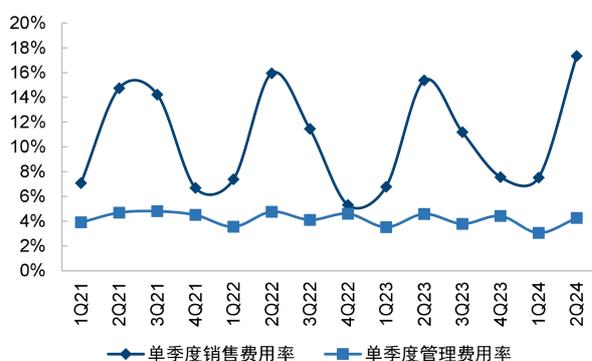
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/8/28	2024/8/28	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,389	17,449	869.9	995.5	20.1	17.5		
000858.SZ	五粮液	优于大市	114	4,425	338.3	376.3	13.1	11.8		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	113	1,662	161.5	194.4	10.3	8.6		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	166	2,020	130.9	159.5	15.4	12.7		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	76	1,146	107.9	118.8	10.6	9.7		
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	35	112	4.9	5.8	22.8	19.3		
600702.SH	舍得酒业	中性	43	142	15.0	16.7	9.4	8.5		
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	160	845	59.1	73.8	14.3	11.4		
603589.SH	口子窖	优于大市	34	205	19.8	22.5	10.3	9.1		
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	48	381	29.0	35.7	13.1	10.7		
603369.SH	今世缘	优于大市	37	469	38.0	46.0	12.4	10.2		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除五粮液外公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	92358	115456	130515	137837	155893	营业收入	73969	83272	92439	102054	112919
应收款项	187	82	162	179	198	营业成本	18178	20157	22131	23984	26038
存货净额	15981	17388	18819	20370	22199	营业税金及附加	10749	12532	12942	14288	15809
其他流动资产	29040	14256	18227	25887	23413	销售费用	6844	7796	8856	9736	10727
流动资产合计	137566	147182	167724	184273	201703	管理费用	3132	3393	4231	4716	4938
固定资产	9086	10813	13307	15756	17961	研发费用	236	322	357	394	436
无形资产及其他	519	2057	1976	1894	1813	财务费用	(2026)	(2473)	(3069)	(3344)	(3663)
投资性房地产	3558	3360	3360	3360	3360	投资收益	93	58	83	78	73
长期股权投资	1986	2020	2077	2123	2168	资产减值及公允价值变动	26	4	13	14	10
资产总计	152715	165433	188444	207406	227006	其他收入	(36)	75	(357)	(394)	(436)
短期借款及交易性金融负债	376	15	250	213	159	营业利润	37174	42004	47087	52372	58717
应付款项	8135	9597	9462	10631	11596	营业外净收支	(71)	(91)	(81)	(86)	(83)
其他流动负债	27249	23072	31705	34515	37563	利润总额	37104	41913	47006	52286	58634
流动负债合计	35759	32683	41417	45359	49318	所得税费用	9133	10392	11705	13019	14600
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1280	1310	1469	1634	1833
其他长期负债	271	400	449	394	395	归属于母公司净利润	26691	30211	33832	37632	42201
长期负债合计	271	400	449	394	395	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	36031	33084	41865	45753	49713	净利润	26691	30211	33832	37632	42201
少数股东权益	2659	2791	3487	4262	5131	资产减值准备	15	(22)	(2)	(1)	(1)
股东权益	114025	129558	143091	157392	172162	折旧摊销	505	515	854	1226	1466
负债和股东权益总计	152715	165433	188444	207406	227006	公允价值变动损失	(26)	(4)	(13)	(14)	(10)
						财务费用	(2026)	(2473)	(3069)	(3344)	(3663)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(4403)	11071	3064	(5304)	4639
每股收益	6.88	7.78	8.72	9.70	10.87	其它	657	643	698	775	869
每股红利	3.27	4.09	5.23	6.01	7.07	经营活动现金流	23438	42414	38434	34315	49165
每股净资产	29.38	33.38	36.86	40.55	44.35	资本开支	0	(2150)	(3254)	(3579)	(3579)
ROIC	25.90%	25.51%	27%	29%	32%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	23.41%	23.32%	24%	24%	25%	投资活动现金流	(75)	(2184)	(3311)	(3625)	(3625)
毛利率	75%	76%	76%	76%	77%	权益性融资	0	23	0	0	0
EBIT Margin	47%	47%	48%	48%	49%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	48%	48%	48%	49%	50%	支付股利、利息	(12681)	(15894)	(20299)	(23332)	(27431)
收入增长	12%	13%	11%	10%	11%	其它融资现金流	12022	14634	236	(37)	(54)
净利润增长率	14%	13%	12%	11%	12%	融资活动现金流	(13341)	(17132)	(20064)	(23369)	(27485)
资产负债率	25%	22%	24%	24%	24%	现金净变动	10022	23098	15059	7322	18056
股息率	2.9%	3.6%	4.6%	5.3%	6.2%	货币资金的期初余额	82336	92358	115456	130515	137837
P/E	16.6	14.6	13.1	11.8	10.5	货币资金的期末余额	92358	115456	130515	137837	155893
P/B	3.9	3.4	3.1	2.8	2.6	企业自由现金流	0	38820	33650	29094	43810
EV/EBITDA	13.5	12.0	10.8	9.7	8.7	权益自由现金流	0	53454	36190	31569	46507

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032