

五粮液 (000858.SZ)

公司快报

报表质量优异，管理持续改善

事件：

公司发布 24 年中报：24H1 公司实现营收 506.48 亿元，同比+11.30%，归母净利润 190.57 亿元，同比+11.86%，扣非归母净利润 189.39 亿元，同比+11.79%。其中 24Q2 公司实现营收 158.15 亿元，同比+10.08%，归母净利润 50.12 亿元，同比+11.50%，扣非归母净利润 49 亿元，同比+9.24%。

报表分析：24Q2 现金回款 278.79 亿元，同比+93%，销售收现率 176%；合同负债 81.76 亿元，同比增加 45 亿元 (+123%)、环比增加 31 亿元 (+61%)。公司报表质量优异，现金流良好、蓄水池充足。

投资要点

◆ **收入分析：稳健增长，未来可期。**上半年公司实现营收 506.48 亿元，同比+11.30% (Q1: +11.86%; Q2: +10.08%)，其中白酒营收 417.11 亿元，同比+12.46% (量: -15.5%; 价: +33.08%)。

1) **分产品：五粮液量增驱动，系列酒价增亮眼。**上半年五粮液产品实现营收 392.05 亿元，同比+11.45%，其中量/价分别同比+12.07%/-0.56%，今年公司普五控量保价，五粮液产品增长我们预计主要来自于低度、1618 等产品放量；系列酒产品收入 79.06 亿元，同比+17.77%，其中量/价分别同比-23.86%/+54.68%，我们预计与公司系列酒聚焦，五粮春升级等有关。

2) **分渠道：系列酒招商加快，空白区域填补。**经销模式收入 275.94 亿元，同比+13.51%，直销模式收入 195.17 亿元，同比+11.01%，增速较为均衡。上半年公司经销商 3480 家，较去年同期增加 366 家，其中五粮液/系列酒经销商分别为 2530/950 家，分别较去年同期增加 98/268 家，系列酒经销商大幅增加主要是公司推进市场精耕，在空白薄弱市场进行了扁平化招商布局。

3) **分区域：大本营及优势市场强者恒强。**上半年优势区域东区收入 135.52 亿元，同比+15.7%，大本营西区收入 167.59 亿元，同比+16.66%，高基数下依旧取得高增速，强者恒强，中区/北区增速较平，分别增长 8.22%/8.16%，南区收入略有下滑，同比-0.58%。

◆ **利润分析：毛利增加促销费率提升，净利率变化不大。**24H1 公司毛利率 77.36%，同比+0.58pct，我们预计系列酒吨价提升贡献大部分增量。销售费用率 10.60%，同比+1.1pct，主要是促销费大幅增加，我们预计与公司加大扫码红包等费用投放有关。上半年净利率 37.63%，同比+0.19pct，在毛利率提升与费用率增加的共同作用下，净利率变化不大。

◆ **报表分析：报表质量优异，现金流、合同负债表现亮眼。**24H1 公司合同负债 81.76 亿元，同比增加 45 亿元 (+123%)、环比增加 31 亿元 (+61%)，考虑合同负债影响，我们计算营收+delta 合同负债增速，24Q2 为 189 亿元，同比+52%，增速亮眼，我们预计与公司打款政策有关，经销商配合积极，此外 24Q2 现金回款 278.79

食品饮料 | 白酒III

投资评级

买入-B(维持)

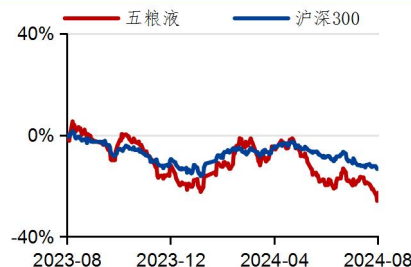
股价(2024-08-29)

118.78 元

交易数据

总市值 (百万元)	461,057.40
流通市值 (百万元)	461,047.65
总股本 (百万股)	3,881.61
流通股本 (百万股)	3,881.53
12 个月价格区间	165.24/117.00

一年股价表现



资料来源：聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-2.02	-8.71	-9.12
绝对收益	-5.88	-17.89	-21.78

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.com

相关报告

五粮液：业绩增长稳健，管理经营改善-华金证券-食品饮料-公司快报-五粮液 2024.5.14



亿元，同比+93%，销售收现率 176%，24H1 应收票据 0.88 亿元，同比-48%/环比-51%，亦证明公司经销商积极性强，对品牌认可度高。

◆ **投资建议：**短期来看，公司普五动销良性，1618、低度等产品放量趋势逐步显现，系列酒升级+招商，有望贡献增量。目前公司进入中秋国庆旺季备货阶段，渠道积极性强。公司年初制定全年总营收保持两位数增长，目前公司经营稳健，报表质量优异，目标实现概率大。**中长期看**，公司产品布局更为全面，量价关系理顺、品牌价值回归背景下业绩增长更具支撑。我们预测公司 24 年至 26 年营业收入为 925 亿、1030 亿、1141 亿元，分别同比增长 11.1%、11.3%和 10.8%，归母净利润为 337 亿、379 亿、423 亿元，分别增长 11.7%、12.3%、11.8%，EPS 分别为 8.69、9.77 和 10.92 元，对应 PE 分别为 13.1x、11.7x、10.4x，维持公司“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**宏观经济恢复不及预期，市场竞争加剧，核心单品挺价表现不及预期，公司出现重大管理瑕疵等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	92,484	102,951	114,081
YoY(%)	11.7	12.6	11.1	11.3	10.8
归母净利润(百万元)	26,691	30,211	33,748	37,905	42,377
YoY(%)	14.2	13.2	11.7	12.3	11.8
毛利率(%)	75.4	75.8	76.3	76.7	77.1
EPS(摊薄/元)	6.88	7.78	8.69	9.77	10.92
ROE(%)	24.0	23.8	23.6	22.7	21.8
P/E(倍)	16.6	14.6	13.1	11.7	10.4
P/B(倍)	3.9	3.4	3.0	2.6	2.3
净利率(%)	36.1	36.3	36.5	36.8	37.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	137566	147182	170790	191778	226842	营业收入	73969	83272	92484	102951	114081
现金	92358	115456	137391	156663	189815	营业成本	18178	20157	21937	23940	26086
应收票据及应收账款	156	43	178	68	204	营业税金及附加	10749	12532	13677	15226	16971
预付账款	136	169	170	208	211	营业费用	6844	7796	8601	9471	10381
存货	15981	17388	18927	20704	22478	管理费用	3068	3319	3514	3809	4107
其他流动资产	28935	14126	14125	14135	14135	研发费用	236	322	277	309	342
非流动资产	15149	18251	19255	20305	21418	财务费用	-2026	-2473	-2328	-2337	-2506
长期投资	1986	2020	2137	2248	2355	资产减值损失	-28	-5	-18	-21	-17
固定资产	5313	5190	6781	8132	9263	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	519	2057	2250	2486	2771	投资净收益	93	58	83	78	73
其他非流动资产	7331	8984	8088	7438	7030	营业利润	37174	42004	47115	52844	59033
资产总计	152715	165433	190046	212083	248261	营业外收入	39	45	45	43	45
流动负债	35759	32683	40103	37341	45107	营业外支出	110	136	300	250	250
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	37104	41913	46861	52637	58827
应付票据及应付账款	8135	9597	9700	11359	11588	所得税	9133	10392	11541	12990	14531
其他流动负债	27624	23087	30403	25982	33520	税后利润	27971	31521	35320	39647	44297
非流动负债	271	400	400	400	400	少数股东损益	1280	1310	1571	1742	1919
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	26691	30211	33748	37905	42377
其他非流动负债	271	400	400	400	400	EBITDA	35371	39617	44337	49763	55382
负债合计	36031	33084	40504	37742	45508	主要财务比率					
少数股东权益	2659	2791	4362	6104	8024	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	3882	3882	3882	3882	3882	成长能力					
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683	营业收入(%)	11.7	12.6	11.1	11.3	10.8
留存收益	107461	122994	138864	156035	174971	营业利润(%)	14.2	13.0	12.2	12.2	11.7
归属母公司股东权益	114025	129558	145180	168237	194730	归属于母公司净利润(%)	14.2	13.2	11.7	12.3	11.8
负债和股东权益	152715	165433	190046	212083	248261	获利能力					
						毛利率(%)	75.4	75.8	76.3	76.7	77.1
						净利率(%)	36.1	36.3	36.5	36.8	37.1
						ROE(%)	24.0	23.8	23.6	22.7	21.8
						ROIC(%)	22.9	22.6	22.6	21.9	21.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	23.6	20.0	21.3	17.8	18.3
						流动比率	3.8	4.5	4.3	5.1	5.0
						速动比率	2.6	3.5	3.4	4.2	4.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	6.1	840.1	840.1	840.1	840.1
						应付账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3
						估值比率					
						P/E	16.6	14.6	13.1	11.7	10.4
						P/B	3.9	3.4	3.0	2.6	2.3
						EV/EBITDA	10.0	8.3	7.0	5.9	4.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn