

业绩稳健增长 盈利水平抬升

2024 年 08 月 29 日

➤ **事件:** 公司于 8 月 28 日发布 2024 年中报, 24 年上半年公司累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 506.48/190.57/189.39 亿元, 同比 +11.30%/+11.86%/+11.79%, 其中单 24Q2 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 158.15/50.12/49.00 亿元, 同比+10.08%/+11.50%/+9.24%。截至 24Q2 期末合同负债 81.58 亿元, 同比+123.55%, Q2 期内环比增加 31.10 亿元。用“单季度营收+Δ合同负债”核算“真实营收”, 以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动, 24Q2“真实营收”189.25 亿元, 同比+51.64%, 显著快于单季度营收增速, 我们认为与渠道有提价预期叠加公司控货挺价态度坚决导致经销商回款配合度高有关。

➤ **普五控价缩量稳价盘, 侧翼代际产品放量增长。分产品看:** 上半年酒类产品合计实现营收 471.11 亿元, 同比 12.46%, 量价分别贡献-15.50%/33.08%, 其中①五粮液产品实现营收 392.05 亿元, 同比+11.45%, 占比同比减少 0.76pcts 至 83.22%。量价分别同比+12.07%/-0.56%。吨价下降或与 1618、低度五粮液放量有关, 二者通过“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。未来代际产品 45 度、68 度五粮液, 经典五粮液 10/20/30/50 全系产品有望成为公司新的增长点。②其他酒实现营收 79.06 亿元, 同比+17.77%, 量价分别同比-23.86%/54.68%。浓香公司年内通过提高旺季扫码红包引流, 增进消费者互动, 日均开瓶扫码量同比增长超 70%。**分区域看:** 24H1 东/南/西/北/中部营收同比+15.70%/-0.58%/+16.66%/+8.16%/+8.22%。江浙沪、四川为代表的东、西部强势市场营收占比持续提升。**分渠道看:** 24H1 经销/直销分别同比+13.51%/+11.01%。专卖店数量稳步提升。期末五粮液专卖店数量达到 1749 家, 半年新增 87 家。**经销商数量上:** 24H1 末五粮液经销商共计 2530 家, 较同期增 98 家; 浓香公司经销商数量 950 家, 较同期增 268 家。公司深入推进市场精耕, 在空白薄弱市场进行扁平化招商布局成效显著。

➤ **毛、净利率水平均有抬升, 期内适度增加促销费投放提信心、促动销。毛利率:** 24H1/24Q2 分别为 77.36%/75.01%, 同比+0.58/+1.74pcts, 五粮液/其他酒产品上半年毛利率分别为 86.69%/62.23%, 同比-0.11pcts/+1.58pcts; 毛利率显著提升来自产品结构升级, **费用率:** 公司 24H1 销售/管理费用率分别为 10.60%/3.43%, 同比+1.10/-0.43pcts, 24Q2 为 17.34%/4.26%, 同比+1.97/-0.33pcts。公司加大市场投入以提振渠道信心, 以渠道建设、团队建设、消费者培育为主的促销费同比增长 31.68%, 抬升销售费用率水平。**归母净利率:** 24H1/24Q2 分别为 37.63%/31.69%, 同比+0.19/+0.41pcts。

➤ **投资建议:** 预计公司 24-26 年归母净利润为 333/373/412 亿元, 同比 10.3%/11.8%/10.6%, 当前股价对应 PE 分别为 14/12/11 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 市场竞争加剧, 改革效果不及预期, 政商务需求减弱等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	83,272	91,683	101,701	113,005
增长率 (%)	12.6	10.1	10.9	11.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	30,211	33,320	37,258	41,213
增长率 (%)	13.2	10.3	11.8	10.6
每股收益 (元)	7.78	8.58	9.60	10.62
PE	15	14	12	11
PB	3.6	3.2	2.8	2.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

118.78 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

- 五粮液 (000858.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 稳中提质, 关注营销执行落地-2024/04/29
- 五粮液 (000858.SZ) 2023 年三季报点评: 经营环比提速, 现金流表现亮眼-2023/10/29
- 五粮液 (000858.SZ) 2023 年中报点评: 淡季增速放缓, 立足高质量发展-2023/08/28
- 五粮液 (000858.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩稳健增长, 现金流优异-2023/05/04
- 五粮液 (000858.SZ) 2022 年三季报点评: Q3 业绩增长稳健, 彰显高端品牌价值-2022/10/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	83,272	91,683	101,701	113,005
营业成本	20,157	21,334	23,410	26,446
营业税金及附加	12,532	13,323	14,779	16,421
销售费用	7,796	8,483	9,308	10,230
管理费用	3,319	3,667	4,068	4,520
研发费用	322	354	393	437
EBIT	39,472	44,884	50,146	55,399
财务费用	-2,473	-1,373	-1,567	-1,795
资产减值损失	-4	-4	-5	-5
投资收益	58	63	70	78
营业利润	42,004	46,318	51,781	57,268
营业外收支	-91	-91	-91	-91
利润总额	41,913	46,227	51,690	57,177
所得税	10,392	11,462	12,816	14,177
净利润	31,521	34,765	38,874	43,001
归属于母公司净利润	30,211	33,320	37,258	41,213
EBITDA	40,454	45,947	51,356	56,654

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	115,456	132,159	151,105	171,746
应收账款及票据	43	46	51	57
预付款项	169	179	197	222
存货	17,388	18,399	20,189	22,807
其他流动资产	14,126	15,553	17,252	19,170
流动资产合计	147,182	166,337	188,794	214,002
长期股权投资	2,020	2,020	2,020	2,020
固定资产	5,190	7,064	8,314	9,147
无形资产	2,057	2,057	2,057	2,057
非流动资产合计	18,251	18,431	18,388	18,412
资产合计	165,433	184,768	207,182	232,415
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	9,597	10,157	11,145	12,591
其他流动负债	23,087	25,010	27,556	30,698
流动负债合计	32,683	35,167	38,701	43,289
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	400	613	613	613
非流动负债合计	400	613	613	613
负债合计	33,084	35,780	39,314	43,901
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
少数股东权益	2,791	4,236	5,852	7,639
股东权益合计	132,349	148,988	167,868	188,513
负债和股东权益合计	165,433	184,768	207,182	232,415

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.58	10.10	10.93	11.11
EBIT 增长率	12.54	13.71	11.72	10.48
净利润增长率	13.19	10.29	11.82	10.62
盈利能力 (%)				
毛利率	75.79	76.73	76.98	76.60
净利润率	36.28	36.34	36.63	36.47
总资产收益率 ROA	18.26	18.03	17.98	17.73
净资产收益率 ROE	23.32	23.02	23.00	22.79
偿债能力				
流动比率	4.50	4.73	4.88	4.94
速动比率	3.54	3.76	3.91	3.97
现金比率	3.53	3.76	3.90	3.97
资产负债率 (%)	20.00	19.36	18.98	18.89
经营效率				
应收账款周转天数	0.17	0.17	0.17	0.17
存货周转天数	297.98	301.94	296.71	292.65
总资产周转率	0.52	0.52	0.52	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	7.78	8.58	9.60	10.62
每股净资产	33.38	37.29	41.74	46.60
每股经营现金流	10.75	9.18	10.34	11.41
每股股利	4.67	5.15	5.76	6.37
估值分析				
PE	15	14	12	11
PB	3.6	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	8.56	7.54	6.74	6.11
股息收益率 (%)	3.93	4.34	4.85	5.36

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	31,521	34,765	38,874	43,001
折旧和摊销	982	1,063	1,210	1,256
营运资金变动	9,402	-284	17	14
经营活动现金流	41,742	35,618	40,143	44,306
资本开支	-2,955	-742	-865	-977
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-2,932	-691	-795	-898
股权募资	23	0	0	0
债务募资	0	312	0	0
筹资活动现金流	-16,300	-18,223	-20,403	-22,766
现金净流量	22,511	16,703	18,945	20,642

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026