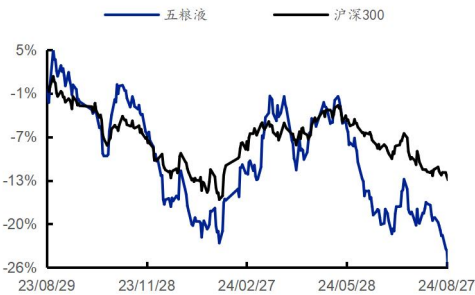


研究所：  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## 业绩稳增，现金流表现亮眼

### ——五粮液（000858）2024年半年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现 2024/08/28

表现	1M	3M	12M
五粮液	-9.7%	-21.2%	-24.9%
沪深300	-3.6%	-8.9%	-12.4%

#### 市场数据 2024/08/28

当前价格(元)	114.00
52周价格区间(元)	112.92-168.23
总市值(百万)	442,503.31
流通市值(百万)	442,493.95
总股本(万股)	388,160.80
流通股本(万股)	388,152.59
日均成交额(百万)	2,821.00
近一月换手(%)	0.39

#### 相关报告

《五粮液（000858）2023年报及2024年一季报点评：营销改革措施逐步落地，稳步前行（买入）\*白酒II\*刘洁铭，秦一方》——2024-04-30  
 《五粮液（000858）公司动态研究：甲辰龙年开门红，营销改革起成效（买入）\*白酒II\*刘洁铭，秦一方》——2024-03-20  
 《五粮液（000858）2023年三季报点评：业绩增长提速，终端动销好转（买入）\*白酒II\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-31

#### 事件：

2024年8月28日，五粮液发布2024年半年度报告。2024H1公司实现营业收入506.48亿元，同比+11.3%；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%。2024Q2公司实现营业收入158.15亿元，同比+10.08%；归母净利润50.12亿元，同比+11.5%；扣非归母净利润49亿元，同比+9.24%。

#### 投资要点：

- **产品多点开花，优势区域增长强劲。**分产品看，2024H1五粮液系列产品实现营收392.05亿元（同比+11.5%），其中量价同比分别+12.1%/-0.6%，公司淡季坚持控货挺价策略，春节以来产品价格稳中略升，同时五粮液1618和39度通过宴席活动+扫码红包+终端排名的组合实现了较好增长。2024H1其他白酒产品实现营收79.06亿元（同比+17.8%），其中量价分别-23.9%/+54.7%，我们预计吨价大幅提升主要系结构优化，在公司针对性营销活动的引领下五粮春等产品占比有所提升。分渠道及区域来看，2024H1经销、直销分别实现营收275.94/195.17亿元，分别同比+13.5%/11%，其中与2023年末相比，五粮液经销商减少40家调整至2530家，五粮浓香经销商+136家至950家；专卖店+87家至1749家，保持较高开店速度。东部及西部收入分别同比+15.7%/16.7%，核心区域保持良好增势。
- **盈利向上，现金流实现高增。**盈利端，2024Q2公司毛利率同比+1.7pct至75.0%，主要因酒类收入占比提升。2024Q2公司归母净利润率同比+0.4pct至31.7%，盈利能力稳步提升。净利率增幅较毛利率增幅略低主要因公司加大1618、低度酒等现金红包支持力度及品牌营销力度，上半年形象宣传费及促销费分别同比+23%/32%，2024Q2销售费用率同比+2pct为17.34%。但公司管理费用率同比略降0.3pct为4.26%。收现端，2024Q2销售收现278.8亿元，同比+93%，经营性现金流同比+620%。我们认为在普五提价促进及红包等政策刺激下渠道有所提振。2024Q2合同负债逆势环比增加31亿元达到81.6亿元（去年同期为36.5亿元），为下半年蓄力。
- **品牌价值回归，产品布局优化。**2024年以来公司营销改革明显提速，在品牌、产品、渠道、组织等各方面都出现了积极的变化，核心产

品普五批价企稳回升。公司积极去库存、调结构、稳价格，市场动销和库存趋于良性。当前管理团队优化，八代五粮液的消费者认知明确，渠道利润相对稳定，品牌价值持续回归。同时公司加大对 1618、低度酒、系列酒等产品的开发与营销力度，产品矩阵日益完善，未来有望贡献更多增量。

- **盈利预测和投资评级：**五粮液品牌力突出，在控量保价策略下品牌价值持续回归，我们继续看好公司的稳健增长，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 922.00/1018.72/1123.65 亿元，归母净利润分别为 337.37/373.54/413.78 亿元，EPS 分别为 8.69/9.62/10.66 元，对应 PE 分别为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 消费复苏节奏受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	83272	92200	101872	112365
增长率(%)	13	11	10	10
归母净利润（百万元）	30211	33737	37354	41378
增长率(%)	13	12	11	11
摊薄每股收益（元）	7.78	8.69	9.62	10.66
ROE(%)	23	24	24	24
P/E	18.03	13.12	11.85	10.69
P/B	4.20	3.09	2.80	2.53
P/S	6.54	4.80	4.34	3.94
EV/EBITDA	10.61	6.93	6.04	5.17

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：五粮液盈利预测表

证券代码：	000858				股价：	114.00				投资评级：	买入				日期：	2024/08/28			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	23%	24%	24%	24%	EPS	7.78	8.69	9.62	10.66										
毛利率	76%	76%	76%	77%	BVPS	33.38	36.89	40.75	45.03										
期间费率	10%	11%	11%	11%	估值														
销售净利率	36%	37%	37%	37%	P/E	18.03	13.12	11.85	10.69										
<b>成长能力</b>					P/B	4.20	3.09	2.80	2.53										
收入增长率	13%	11%	10%	10%	P/S	6.54	4.80	4.34	3.94										
利润增长率	13%	12%	11%	11%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.52	0.52	0.52	0.51	营业收入	83272	92200	101872	112365										
应收账款周转率	2126.07	1921.16	1879.82	1926.27	营业成本	20157	22015	23997	26209										
存货周转率	1.21	1.21	1.20	1.20	营业税金及附加	12532	13185	14861	16370										
<b>偿债能力</b>					销售费用	7796	8669	9540	10536										
资产负债率	20%	21%	21%	20%	管理费用	3319	3786	4149	4573										
流动比	4.50	4.21	4.31	4.37	财务费用	-2473	-2304	-2535	-2762										
速动比	3.97	3.72	3.81	3.87	其他费用/(-收入)	322	317	361	400										
					营业利润	42004	46931	51941	57530										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-91	-90	-81	-89										
现金及现金等价物	115456	126964	138319	153991	利润总额	41913	46841	51860	57441										
应收款项	43	53	55	62	所得税费用	10392	11561	12814	14196										
存货净额	17388	19098	20824	22719	净利润	31521	35279	39046	43245										
其他流动资产	14296	20421	23780	24621	少数股东损益	1310	1543	1692	1867										
<b>流动资产合计</b>	<b>147182</b>	<b>166536</b>	<b>182978</b>	<b>201392</b>	归属于母公司净利润	30211	33737	37354	41378										
固定资产	5190	5348	5740	6240															
在建工程	5623	7067	8798	10876	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	5417	6670	7652	8724	经营活动现金流	41742	35000	37937	45387										
长期股权投资	2020	2073	2123	2171	净利润	30211	33737	37354	41378										
<b>资产总计</b>	<b>165433</b>	<b>187694</b>	<b>207291</b>	<b>229403</b>	少数股东损益	1310	1543	1692	1867										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	982	1061	1099	1231										
应付款项	9597	9936	11013	12036	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	6864	11974	12256	13167	营运资金变动	9402	-1306	-2201	915										
其他流动负债	16222	17673	19199	20922	<b>投资活动现金流</b>	<b>-2932</b>	<b>-3720</b>	<b>-4242</b>	<b>-4919</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>32683</b>	<b>39583</b>	<b>42468</b>	<b>46126</b>	资本支出	-2955	-4285	-4282	-4968										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	-52	-50	-48										
其他长期负债	400	603	603	603	其他	24	617	90	97										
<b>长期负债合计</b>	<b>400</b>	<b>603</b>	<b>603</b>	<b>603</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-16300</b>	<b>-19772</b>	<b>-22339</b>	<b>-24796</b>										
<b>负债合计</b>	<b>33084</b>	<b>40186</b>	<b>43071</b>	<b>46729</b>	债务融资	0	359	0	0										
股本	3882	3882	3882	3882	权益融资	23	0	0	0										
股东权益	132349	147508	164220	182674	其它	-16323	-20132	-22339	-24796										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>165433</b>	<b>187694</b>	<b>207291</b>	<b>229403</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>22511</b>	<b>11508</b>	<b>11355</b>	<b>15671</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。