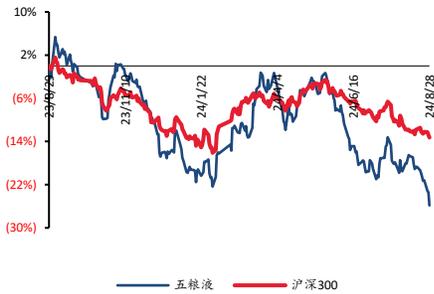


五粮液：业绩平稳符合预期，合同负债和现金流表现优异

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	38.82/38.82
总市值/流通(亿元)	4,425.03/4,425.03
	5.03
12个月内最高/最低价(元)	168.23/112.92

相关研究报告

<<一季度顺利实现开门红，价值回归可期>>--2024-04-30

<<五粮液：Q3业绩超预期，浓香龙头保持韧性>>--2023-10-30

<<五粮液：Q2主动控制节奏，销量稳健增长>>--2023-08-28

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

研究助理：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030019

事件：五粮液发布2024年半年报，2024H1实现营收506.48亿元，同比+11.30%，归母净利润198.27亿元，同比+11.86%，扣非归母净利润189.39亿元，同比+11.79%。2024Q2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%，扣非归母净利润为49.00亿元，同比+9.24%。

二季度业绩符合预期，销量表现和系列酒结构提升亮眼。分产品，2024H1五粮液/系列酒分别实现营收392.05/79.06亿元，同比+11.45%/+17.77%，系列酒增长较快。拆分量价来看，2024H1五粮液销量/吨价分别为2.42万吨/162.04万元/吨，同比+12.1%/-0.6%，吨价有所下降主因加大对1618和低度五粮液的投入，普五控量挺价实现价格稳中有升及动销稳步增长。公司年初降低普五市场投放比例，大力推动1618、39度五粮液发展，通过“宴席活动+扫码红包+终端排名”的组合，实现动销和宴席双增长，其中1618动销强劲，上半年预估增长超过50%。此外新品45度、68度产品招商有序展开，7月上市经典系列，产品矩阵进一步完善。系列酒销量/吨价分别为5.42万吨/14.60万元/吨，同比-23.7%/+54.7%，浓香系列酒向中高价位聚焦带动吨价提升明显，公司持续加强五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄大单品打造，浓香酒抓好产品动销，加大高地市场和样板市场打造，重点市场增势明显，对于薄弱市场和空白市场推行扁平化运作，加快和美春、1218等次高端浓香酒的推出。今年系列酒动销提升较快，日均开瓶扫码量同比增长超70%。分区域，2024H1公司东部/南部/西部/北部/中部分别实现营收135.52/34.96/167.59/48.41/84.62亿元，同比+15.70%/-0.58%/+16.66%/+8.16%/+8.22%，大本营市场西部、东部表现亮眼，北部、中部增长稳健；分渠道，公司直销/经销商分别实现营收195.17/275.94亿元，同比+11.01%/+13.51%，分别占比41%/59%，经销商数量方面，2024H1公司东部/南部/西部/北部/中部五粮液经销商数量分别达760/445/441/355/529个，分别净增加+67/+7/-7/+16/+15个，五粮浓香经销商净增加268至950个，全国经销商数量合计达3480个，净增加366个，系列酒在空白薄弱市场进行扁平化招商布局，经销商扩充明显。公司持续推进“三店一家”建设，完成634家专卖店的第五代门头升级、639家“五粮浓香·和美万家”集合店建设。

净利率较为稳定，合同负债表现亮眼。2024H1公司毛利率为77.36%，同比+0.58pct，其中2024Q2毛利率75.01%，同比+1.74pct，系列酒结构提升推升毛利率。2024Q2税金及附加/销售/管理费用率分别为14.62%/17.34%/4.26%，同比+0.44%/+1.97%/-0.33pct，销售费用中促销费及形象宣传费增长较多，预计主因加大1618扫码红包费用投入。2024H1净利率达39.15%，同比+0.05ct，其中2024Q2净利率达

32.82%，同比+0.20pct。2024Q2 合同负债为 81.58 亿元，同比/环比 +45.09/+31.10 亿元，营收+Δ 预收款变动合计+189.25 亿元，同比 +51.64%，合同负债表现优异预计主因新招商贡献。2024 年公司销售目标稳健，全年目标收入保持两位数增长，目前来看完成确定性较强。

投资建议：预计 2024-2026 年收入增速 11%/11%/10%，归母净利润增速分别为 12%/11%/11%，EPS 分别为 8.69/9.64/10.68 元，对应 PE 分别为 13x/12x/11x，按照 2024 年业绩给予 16 倍，目标价 139.04 元，上调评级至“买入”。

风险提示：行业政策风险、食品安全风险、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	83,272	92,576	102,611	112,939
营业收入增长率(%)	12.58%	11.17%	10.84%	10.07%
归母净利（百万元）	30,211	33,728	37,412	41,465
净利润增长率(%)	13.19%	11.64%	10.92%	10.83%
摊薄每股收益（元）	7.78	8.69	9.64	10.68
市盈率（PE）	18.03	13.12	11.83	10.67

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	92,358	115,456	120,823	134,010	148,020
应收和预付款项	292	212	11,437	4,444	6,376
存货	15,981	17,388	19,270	21,219	23,373
其他流动资产	28,935	14,126	18,083	25,863	23,229
流动资产合计	137,566	147,182	169,613	185,536	200,998
长期股权投资	1,986	2,020	2,077	2,132	2,181
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	5,313	5,190	4,980	4,782	4,607
在建工程	3,773	5,623	7,004	8,456	10,017
无形资产开发支出	519	2,057	2,598	3,278	4,198
长期待摊费用	159	163	167	167	167
其他非流动资产	141,062	150,379	172,592	188,338	203,671
资产总计	152,812	165,433	189,418	207,154	224,843
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	8,151	9,614	9,712	11,081	12,302
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	27,974	23,469	32,295	33,849	35,999
负债合计	36,125	33,084	42,007	44,930	48,301
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683
留存收益	107,464	122,994	136,485	149,580	162,019
归母公司股东权益	114,028	129,558	143,050	156,144	168,583
少数股东权益	2,659	2,791	4,361	6,081	7,958
股东权益合计	116,687	132,349	147,411	162,224	176,542
负债和股东权益	152,812	165,433	189,418	207,154	224,843

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	24,431	41,742	26,718	39,415	45,292
投资性现金流	-1,716	-2,932	-1,514	-1,909	-2,257
融资性现金流	-13,105	-16,300	-19,838	-24,318	-29,025
现金增加额	9,609	22,511	5,366	13,188	14,010

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	73,969	83,272	92,576	102,611	112,939
营业成本	18,178	20,157	22,230	24,403	26,980
营业税金及附加	10,749	12,532	13,424	15,392	16,941
销售费用	6,844	7,796	8,332	9,543	10,165
管理费用	3,068	3,319	3,240	4,002	4,287
财务费用	-2,026	-2,473	-1,697	-2,658	-2,948
资产减值损失	-26	-4	-6	-8	-5
投资收益	93	58	107	105	108
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	37,174	42,004	46,888	52,009	57,616
其他非经营损益	-71	-91	-55	-55	-55
利润总额	37,104	41,913	46,833	51,954	57,561
所得税	9,134	10,392	11,535	12,822	14,218
净利润	27,970	31,521	35,298	39,131	43,343
少数股东损益	1,280	1,310	1,570	1,719	1,878
归母股东净利润	26,690	30,211	33,728	37,412	41,465

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	75.42%	75.79%	75.99%	76.22%	76.11%
销售净利率	36.08%	36.28%	36.43%	36.46%	36.71%
销售收入增长率	11.72%	12.58%	11.17%	10.84%	10.07%
EBIT 增长率	14.15%	12.54%	14.35%	9.22%	10.79%
净利润增长率	14.17%	13.19%	11.64%	10.92%	10.83%
ROE	23.41%	23.32%	23.58%	23.96%	24.60%
ROA	17.47%	18.26%	17.81%	18.06%	18.44%
ROIC	22.58%	22.41%	22.99%	22.81%	23.22%
EPS (X)	6.88	7.78	8.69	9.64	10.68
PE (X)	26.28	18.03	13.12	11.83	10.67
PB (X)	6.15	4.20	3.09	2.83	2.62
PS (X)	9.48	6.54	4.78	4.31	3.92
EV/EBITDA (X)	16.91	10.61	7.10	6.25	5.39

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。