

000858.SZ

买入

原评级: 买入

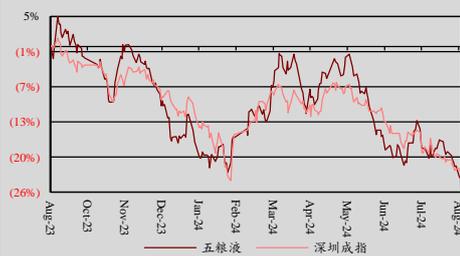
市场价格: 人民币 114.00

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 五粮液 2024 年半年报业绩点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(16.2)	(9.7)	(24.0)	(27.6)
相对深圳成指	(2.1)	(3.6)	(10.0)	(6.6)

发行股数 (百万)	3,881.61
流通股 (百万)	3,881.53
总市值 (人民币 百万)	442,503.31
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	2,093.31
主要股东	
宜宾发展控股集团有限公司	34.43

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 8 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

- 《五粮液》20240508
- 《五粮液》20240328
- 《五粮液》20231106

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

联系人: 周源

yuan.zhou_bj@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123040013

五粮液

报表质量优异, 上半年顺利收官

公司公告 2024 年上半年业绩。1H24 公司实现营收 506.5 亿元, 同比增 11.3%, 归母净利 190.6 亿元, 同比增 11.9%, 其中 2Q24 公司营收及归母净利分别为 158.2 亿元、50.1 亿元, 同比分别增 10.1%、11.5%。截至 2 季度末, 公司合同负债 81.6 亿元, 环比 1Q24 增加 31.1 亿元, 上年同期减少 18.9 亿元。2Q24 公司销售收现 278.8 亿元, 同比增 93.4%。2 季度公司报表质量优异, 上半年顺利收官, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ 1H24 五粮液酒实现稳健增长, 系列酒吨价提升明显。1H24 公司营收 506.5 亿元, 同比+11.3%, 其中 2Q24 公司营收 158.2 亿元, 同比+10.1%。(1) 分产品来看, 1H24 五粮液产品实现收入 392.1 亿元, 同比+11.5%, 其中销量、吨价同比分别为 +12.1%、-0.6%。1H24 公司严格执行第八代普五控量、挺价策略, 新增投放量主要为 1618、39 度等产品。根据酒业家新闻, 第八代五粮液于 2 月 5 日起提价 50 元/瓶, 出厂价涨至 1019 元/瓶。考虑到大部分经销商在涨价前按照 969 元的价格打款全年任务的 80%, 因此上半年吨价并没有受涨价影响, 整体保持稳定。1H24 系列酒营收 79.1 亿元, 同比+17.8%, 其中销量及吨价同比分别-23.9%、+54.7%, 吨价提升明显。五粮浓香公司持续向高价位产品聚焦, 低价位产品生产量及销售减少, 受益于公司扁平化招商及市场下沉, 我们预计上半年五粮春实现较快增长。1H24 五粮浓香经销商数量同比+30%至 950 家。(2) 分区域来看, 公司东部区域及西部区域实现较快增长, 营收增速分别为+15.7%、16.7%, 收入占比分别为 26.8% (+1pct)、33.1% (+1.5pct), 北部及中部区域营收同比增速均为 8.2%, 南部区域同比基本持平 (-0.6%), 在行业调整背景下, 强势区域表现更优。

■ 报表质量优异, 2 季度毛利率及净利率稳中有升, 现金流及合同负债表现亮眼。(1) 1H24 五粮液酒及系列酒毛利率分别为 86.7% (-0.1pct)、62.2% (+1.6pct)。受益系列酒产品结构提升, 1H24 公司毛利率同比提升 0.6pct 至 77.4%, 其中 2Q24 公司毛利率为 75.0%, 同比提升 1.7pct。(2) 2Q24 公司销售费用率为 17.3%, 同比提升 2.0pct, 主要与上半年公司加大 1618 及 39 度五粮液现金红包投放力度, 在促销政策上给予倾斜有关。从销售费用具体细项来看, 主要系促销费及形象宣传费增加投放, 1H24 公司促销费同比+31.7%, 费用占比同比提升 3.6pct, 形象宣传费同比+22.8%, 费用占比同比基本持平。2Q24 公司其他费用率同比变化不大。2Q24 公司税金及附加比率同比+0.4pct。受费用投放加大营销, 公司净利率保持稳定, 同比提升 0.4pct 至 31.7%。(3) 截至 2 季度末, 公司合同负债为 81.6 亿元, 环比 1Q24 增加 31.1 亿元, 上年同期环比降 18.9 亿元。2Q24 公司销售收现同比增 93.4%, 经营活动现金流净额同比增 619.6%。公司现金流表现优异, 主要与渠道在产品提价前集中回款及银行承兑汇票年中兑付有关。

估值

■ 公司产品策略清晰, 在“1+3”产品体系基础上, 对核心单品第八代五粮液控量挺价决心坚定, 上半年普八在价格及动销上均有较好表现。根据公司业绩, 我们维持此前盈利预测, 预计公司 24-26 年公司营收同比分别增 12.1%、10.3%、9.1%, 归母净利同比分别增 12.5%、11.0%、9.8%, EPS 分别为 8.76、9.72、10.67 元/股, 对应 PE 分别为 17.7X、15.9X、14.5X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 受经济环境影响, 需求端承压。渠道库存超预期。茅台价格波动。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	73,969	83,272	93,349	102,972	112,320
增长率(%)	11.7	12.6	12.1	10.3	9.1
EBITDA(人民币 百万)	35,831	40,123	44,932	49,615	54,367
归母净利润(人民币 百万)	26,691	30,211	33,991	37,726	41,419
增长率(%)	14.2	13.2	12.5	11.0	9.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	6.88	7.78	8.76	9.72	10.67
市盈率(倍)	22.5	19.9	17.7	15.9	14.5
市净率(倍)	5.3	4.6	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA(倍)	16.9	10.6	10.7	9.1	8.2
每股股息 (人民币)	3.8	4.7	4.7	5.6	6.7
股息率(%)	2.1	3.3	3.0	3.6	4.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 五粮液 2024 年半年报业绩

(人民币, 百万元)	2Q23	2Q24	同比 (%)	1H23	1H24	同比 (%)
营业收入	14,368	15,815	10.1	45,506	50,648	11.3
营业成本	3,840	3,951	2.9	10,568	11,466	8.5
毛利率(%)	73.3	75.0	1.7	76.8	77.4	0.6
毛利	10,527	11,864	12.7	34,938	39,182	12.1
税金及附加	2,037	2,312	13.5	6,496	7,170	10.4
销售费用	2,208	2,742	24.2	4,320	5,366	24.2
管理费用	659	674	2.1	1,757	1,739	(1.0)
研发费用	59	76	28.1	136	160	17.8
财务费用	(636)	(681)	7.1	(1,250)	(1,401)	12.1
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	0.0	0.0	-	0	0	-
投资收益	21	22	6.1	21	22	6.1
营业利润	6,243	6,933	11.1	23,716	26,385	11.3
营业利润率(%)	43.5	43.8	0.4	52.1	52.1	(0.0)
营业外收入	9	6	(24.9)	12	13	4.6
营业外支出	4	5	37.0	55	7	(87.0)
利润总额	6,248	6,935	11.0	23,672	26,390	11.5
所得税	1,562	1,744	11.6	5,880	6,564	11.6
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	25	25	0.1	25	25	0.1
少数股东权益	191	179	(6.3)	756	770	1.8
归属于母公司净利润	4,495	5,012	11.5	17,037	19,057	11.9
归母净利率(%)	31.3	31.7	0.4	37.4	37.6	0.2
EPS (元/股)	1.16	1.29	11.5	4.39	4.91	11.9

资料来源: iFind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	73,969	83,272	93,349	102,972	112,320
营业收入	73,969	83,272	93,349	102,972	112,320
营业成本	18,178	20,157	21,836	23,507	25,265
营业税金及附加	10,749	12,532	14,049	15,497	16,960
销售费用	6,844	7,796	9,055	10,143	11,064
管理费用	3,068	3,319	3,921	4,428	4,830
研发费用	236	322	364	402	393
财务费用	(2,026)	(2,473)	(2,793)	(3,097)	(3,486)
其他收益	187	331	200	200	200
资产减值损失	(26)	(4)	0	0	0
信用减值损失	(1)	(1)	(3)	(3)	(3)
资产处置收益	3	1	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	93	58	95	95	95
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	37,174	42,004	47,212	52,388	57,589
营业外收入	39	45	40	45	45
营业外支出	110	136	90	90	90
利润总额	37,104	41,913	47,162	52,343	57,544
所得税	9,133	10,392	11,696	12,981	14,328
净利润	27,971	31,521	35,466	39,362	43,216
少数股东损益	1,280	1,310	1,474	1,636	1,796
归母净利润	26,691	30,211	33,991	37,726	41,419
EBITDA	35,831	40,123	44,932	49,615	54,367
EPS(最新股本摊薄, 元)	6.88	7.78	8.76	9.72	10.67

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	137,566	147,182	173,509	188,874	215,102
货币资金	92,358	115,456	120,262	149,357	154,061
应收账款	36	43	45	52	54
应收票据	120	0	134	14	148
存货	15,981	17,388	18,760	20,154	21,671
预付账款	136	169	162	195	188
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	28,935	14,126	34,146	19,102	38,980
非流动资产	15,149	18,251	18,249	18,175	17,742
长期投资	1,988	2,022	2,022	2,022	2,022
固定资产	5,313	5,190	4,749	4,307	3,866
无形资产	519	2,057	1,983	1,909	1,835
其他长期资产	7,330	8,982	9,496	9,937	10,019
资产合计	152,715	165,433	191,758	207,048	232,844
流动负债	35,759	32,683	41,786	39,459	48,146
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	7,247	8,864	8,589	10,200	9,994
其他流动负债	28,512	23,819	33,197	29,260	38,152
非流动负债	271	400	285	292	288
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	271	400	285	292	288
负债合计	36,031	33,084	42,070	39,751	48,435
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
少数股东权益	2,659	2,791	4,265	5,901	7,698
归属母公司股东权益	114,025	129,558	145,423	161,396	176,712
负债和股东权益合计	152,715	165,433	191,758	207,048	232,844

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	27,971	31,521	35,466	39,362	43,216
折旧摊销	965	982	811	622	561
营运资金变动	(3,278)	10,767	(12,599)	11,495	(12,883)
其他	(1,227)	(1,527)	(2,894)	(3,192)	(3,584)
经营活动现金流	24,431	41,742	20,783	48,286	27,309
资本支出	(1,781)	(2,957)	(835)	(535)	(135)
投资变动	(75)	(34)	0	0	0
其他	139	59	97	97	98
投资活动现金流	(1,716)	(2,932)	(738)	(438)	(37)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(14,785)	(18,498)	(18,127)	(21,753)	(26,103)
其他	1,679	2,198	2,887	2,999	3,535
筹资活动现金流	(13,105)	(16,300)	(15,240)	(18,753)	(22,568)
净现金流	9,609	22,510	4,806	29,095	4,704

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	11.7	12.6	12.1	10.3	9.1
营业利润增长率(%)	14.2	13.0	12.4	11.0	9.9
归属于母公司净利润增长率(%)	14.2	13.2	12.5	11.0	9.8
息税前利润增长率(%)	14.3	12.3	12.7	11.0	9.8
息税折旧前利润增长率(%)	14.0	12.0	12.0	10.4	9.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	14.2	13.2	12.5	11.0	9.8
获利能力					
息税前利润率(%)	47.1	47.0	47.3	47.6	47.9
营业利润率(%)	50.3	50.4	50.6	50.9	51.3
毛利率(%)	75.4	75.8	76.6	77.2	77.5
归母净利润率(%)	36.1	36.3	36.4	36.6	36.9
ROE(%)	23.4	23.3	23.4	23.4	23.4
ROIC(%)	25.2	28.0	25.7	28.4	26.4
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.8)	(0.9)	(0.8)	(0.9)	(0.8)
流动比率	3.8	4.5	4.2	4.8	4.5
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	1,481.1	2,126.1	2,126.1	2,126.1	2,126.1
应付账款周转率	11.7	10.3	10.7	11.0	11.1
费用率					
销售费用率(%)	9.3	9.4	9.7	9.9	9.9
管理费用率(%)	4.1	4.0	4.2	4.3	4.3
研发费用率(%)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
财务费用率(%)	(2.7)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.9	7.8	8.8	9.7	10.7
每股经营现金流(最新摊薄)	6.3	10.8	5.4	12.4	7.0
每股净资产(最新摊薄)	29.4	33.4	37.5	41.6	45.5
每股股息	3.8	4.7	4.7	5.6	6.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	22.5	19.9	17.7	15.9	14.5
P/B(最新摊薄)	5.3	4.6	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA	16.9	10.6	10.7	9.1	8.2
价格/现金流(倍)	24.6	14.4	29.0	12.5	22.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371