

合同负债表现亮眼，目标任务双过半

核心观点

- 公司发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 506.5 亿元（yoy+11.3%）；实现归母净利润 190.6 亿元（yoy+11.9%）。单二季度来看，公司实现营业收入 158.2 亿元（yoy+10.1%），实现归母净利润 50.1 亿元（yoy+11.5%），业绩稳健。
- **合同负债亮眼，五粮浓香酒结构升级。**分产品，24H1 五粮液产品实现收入 392.1 亿元（yoy+11.4%），其中销量、吨价分别同比+12.1%、-0.6%，销量增速良好，吨价受 1618、低度产品影响略有下滑；系列酒实现收入 79.1 亿元（yoy+17.8%），销量、吨价分别同比-23.9%、54.7%，五粮浓香酒持续向中高价位产品聚焦导致致价增量减。分地区，24H1 东部/南部/西部/北部/中部分别实现收入 135.5/35.0/167.6/48.4/84.6 亿元，分别同比+15.7%/-0.6%/+16.7%/+8.2%/+8.2%，东部、西部增速较高。24H1 末，公司在东部/南部/西部/北部/中部分别拥有经销商 760/445/441/355/529 家，分别相较 23 年末+13/-10/-36/+1/-8 家；公司在东部/南部/西部/北部/中部分别拥有专卖店 513/299/279/255/403 家，分别环比+38/+14/-1/+11/+25 家。24H1 末，公司合同负债为 81.6 亿元，同比增长 123.6%，环比增长 61.6%。
- **24Q2 毛利率提升，管理费用率微降。**24H1 综合毛利率为 77.4%（yoy+0.6pct），销售/管理费用率分别为 10.6%/3.4%，同比变动+1.1pct/-0.4pct；归母净利率为 37.6%（yoy+0.2pct）。24Q2 毛利率为 75.0%（yoy+1.7pct），销售/管理费用率为 17.3%/4.3%，分别同比+2.0pct/-0.3pct；归母净利率为 31.7%（yoy+0.4pct）。
- **抓动销、稳价格、提费效、转作风，顺利实现目标任务“双过半”。**24H1 三大主品运营取得新成效。第八代五粮液总体价格稳中有升，动销稳中有增。五粮液 1618 和 39 度，通过“宴席活动+扫码红包+终端排名”的组合，实现了动销、宴席双增长。24H1 渠道建设亦打开新局面，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。

盈利预测与投资建议

- 根据半年报，我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 8.80、9.95、11.14 元（原预测 24-26 年为 8.75、9.88、11.07 元）。结合可比公司估值，给予 24 年 15 倍 PE，对应目标价 132.00 元，维持买入评级。

风险提示：经济复苏不及预期、渠道利润弱化、价格不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	92,723	103,739	114,822
同比增长(%)	11.7%	12.6%	11.3%	11.9%	10.7%
营业利润(百万元)	37,174	42,004	47,204	53,328	59,703
同比增长(%)	14.2%	13.0%	12.4%	13.0%	12.0%
归属母公司净利润(百万元)	26,690	30,211	34,174	38,611	43,231
同比增长(%)	14.2%	13.2%	13.1%	13.0%	12.0%
每股收益(元)	6.88	7.78	8.80	9.95	11.14
毛利率(%)	75.4%	75.8%	75.7%	76.0%	76.3%
净利率(%)	36.1%	36.3%	36.9%	37.2%	37.6%
净资产收益率(%)	25.0%	24.8%	23.3%	21.1%	19.3%
市盈率	17.3	15.3	13.5	11.9	10.7
市净率	4.0	3.6	2.8	2.3	1.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月29日）	118.78 元
目标价格	132.00 元
52 周最高价/最低价	162.21/112.92 元
总股本/流通 A 股（万股）	388,161/388,153
A 股市值（百万元）	461,057
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024 年 08 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.83	-4.29	-17.44	-22.72
相对表现%	-0.76	-0.96	-8.15	-9.2
沪深 300%	-1.07	-3.33	-9.29	-13.52



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

相关报告

23 年圆满收官，普五批价有望向好	2024-05-11
核心大单品提价落地，出厂价迈入千元时代：——五粮液提价点评	2024-02-02
普五双节动销向好，Q3 业绩增速环比提升	2023-10-30

投资建议

根据半年报，我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 8.80、9.95、11.14 元（原预测 24-26 年为 8.75、9.88、11.07 元）。结合可比公司估值，给予 24 年 15 倍 PE，对应目标价 132.00 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	600519	1413.30	69.25	79.25	89.96	20.41	17.83	15.71
泸州老窖	000568	115.28	10.97	13.21	15.67	10.51	8.73	7.36
山西汾酒	600809	166.60	10.69	12.95	15.48	15.58	12.87	10.76
古井贡酒	000596	166.59	11.17	13.96	16.97	14.92	11.94	9.81
水井坊	600779	32.79	2.87	3.22	3.66	11.44	10.17	8.96
洋河股份	002304	77.24	7.16	7.88	8.70	10.79	9.80	8.88
酒鬼酒	000799	35.90	1.48	1.75	2.07	24.24	20.51	17.31
调整后平均						15	13	11

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2024 年 8 月 29 日收盘价）

风险提示

- **经济复苏不及预期风险。**若经济复苏不及预期，可能导致商务宴席场景复苏较慢，进而影响普五动销，可能对公司营收、估值造成不利影响。
- **渠道利润弱化风险。**五粮液对标茅台同为一线名酒，若出厂价上行而终端价下降，经销商盈利情况将显著低于竞品。如果渠道利润弱化，可能对渠道推力和一批商、终端商销售意愿产生负面影响。
- **价格不及预期风险。**公司采取控量挺价政策减少供应量调整市场供求关系，从而实现价格的稳定上扬。如果公司在控量保价方面不及预期，可能会对公司品牌力及当期收入利润造成负面影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能会对公司的销量及业绩造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	92,358	115,456	147,854	182,845	220,706	营业收入	73,969	83,272	92,723	103,739	114,822
应收票据、账款及款项融资	29,060	14,129	13,956	16,030	20,468	营业成本	18,178	20,157	22,532	24,859	27,199
预付账款	136	169	189	211	234	营业税金及附加	10,749	12,532	13,537	15,146	16,764
存货	15,981	17,388	19,436	21,444	23,462	营业费用	6,844	7,796	8,681	9,712	10,750
其他	31	40	44	49	55	管理费用及研发费用	3,304	3,641	4,055	4,536	5,021
流动资产合计	137,566	147,182	181,479	220,579	264,924	财务费用	(2,026)	(2,473)	(2,896)	(3,638)	(4,439)
长期股权投资	1,986	2,020	2,020	2,020	2,020	资产、信用减值损失	28	5	14	16	11
固定资产	5,311	5,188	9,417	12,857	15,779	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	3,771	5,621	4,744	4,306	4,086	投资净收益	93	58	50	67	58
无形资产	519	2,057	1,936	1,815	1,694	其他	190	332	354	154	129
其他	3,659	3,364	3,360	3,682	3,891	营业利润	37,174	42,004	47,204	53,328	59,703
非流动资产合计	15,246	18,251	21,477	24,681	27,471	营业外收入	39	45	50	50	50
资产总计	152,812	165,433	202,956	245,259	292,394	营业外支出	110	136	90	90	90
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	37,104	41,913	47,164	53,288	59,663
应付票据及应付账款	8,135	9,597	10,727	11,835	12,949	所得税	9,134	10,392	11,508	13,002	14,558
其他	27,624	23,087	23,853	24,763	25,679	净利润	27,970	31,521	35,656	40,286	45,105
流动负债合计	35,759	32,683	34,580	36,599	38,629	少数股东损益	1,280	1,310	1,482	1,675	1,875
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	26,690	30,211	34,174	38,611	43,231
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	6.88	7.78	8.80	9.95	11.14
其他	366	400	371	370	370						
非流动负债合计	366	400	371	370	370	主要财务比率					
负债合计	36,125	33,084	34,951	36,969	38,998		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	2,659	2,791	4,273	5,948	7,823	成长能力					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	营业收入	11.7%	12.6%	11.3%	11.9%	10.7%
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683	营业利润	14.2%	13.0%	12.4%	13.0%	12.0%
留存收益	107,464	122,994	157,168	195,779	239,009	归属于母公司净利润	14.2%	13.2%	13.1%	13.0%	12.0%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	116,687	132,349	168,005	208,291	253,396	毛利率	75.4%	75.8%	75.7%	76.0%	76.3%
负债和股东权益总计	152,812	165,433	202,956	245,259	292,394	净利率	36.1%	36.3%	36.9%	37.2%	37.6%
						ROE	25.0%	24.8%	23.3%	21.1%	19.3%
						ROIC	24.2%	23.8%	22.3%	20.0%	18.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	23.6%	20.0%	17.2%	15.1%	13.3%
净利润	27,970	31,521	35,656	40,286	45,105	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	45	239	738	1,061	1,299	流动比率	3.85	4.50	5.25	6.03	6.86
财务费用	(2,026)	(2,473)	(2,896)	(3,638)	(4,439)	速动比率	3.40	3.97	4.69	5.44	6.25
投资损失	(93)	(58)	(50)	(67)	(58)	营运能力					
营运资金变动	(3,252)	10,835	13	(2,091)	(4,454)	应收账款周转率	1,481.1	2,126.1	2,057.4	2,062.1	2,051.6
其它	1,787	1,679	(127)	(399)	(222)	存货周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
经营活动现金流	24,431	41,742	33,334	35,153	37,231	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
资本支出	(722)	(3,360)	(3,867)	(3,867)	(3,867)	每股指标(元)					
长期投资	(75)	(34)	0	0	0	每股收益	6.88	7.78	8.80	9.95	11.14
其他	(919)	462	50	67	58	每股经营现金流	6.29	10.75	8.59	9.06	9.59
投资活动现金流	(1,716)	(2,932)	(3,817)	(3,800)	(3,809)	每股净资产	29.38	33.38	42.18	52.13	63.27
债权融资	(9)	(374)	(15)	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	17.3	15.3	13.5	11.9	10.7
其他	(13,097)	(15,926)	2,896	3,638	4,439	市净率	4.0	3.6	2.8	2.3	1.9
筹资活动现金流	(13,105)	(16,300)	2,881	3,638	4,439	EV/EBITDA	9.8	8.7	7.7	6.8	6.1
汇率变动影响	0	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.8	8.7	7.8	7.0	6.3
现金净增加额	9,609	22,511	32,398	34,991	37,861						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。