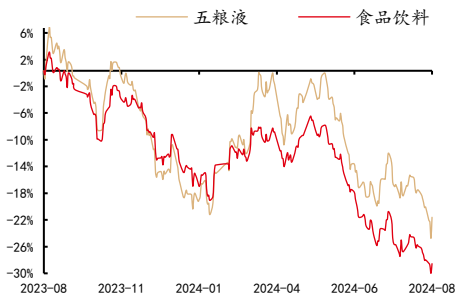


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	118.78
总股本/流通股本(亿股)	38.82 / 38.82
总市值/流通市值(亿元)	4,611 / 4,610
52周内最高/最低价	167.93 / 114.00
资产负债率(%)	20.0%
市盈率	15.26
第一大股东	宜宾发展控股集团有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

五粮液(000858)

业绩稳健超预期，营销执行改善助力高质量发展

● 事件

公司发布2024年半年报。2024年上半年公司实现营业收入/归母净利润506.48/190.57亿元，同比11.30%/11.86%。公司单Q2实现营业收入/归母净利润158.15/50.12亿元，同比10.08%/11.5%。24Q2收入利润略超此前预期。

● 投资要点

2024上半年，公司毛利率/归母净利率为77.36%/37.63%，分别同比+0.58/+0.19pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为14.16%/10.6%/3.43%/0.32%/-2.77%，分别同比-0.12/1.1/-0.43/0.02/-0.02pct。2024年上半年实现销售收现496.48亿元，同比15.32%；经现净额134.28亿元，同比18.52%；Q2末合同负债81.58亿、同增45.08亿元，环比增加31.1亿元，合同负债表现优异、经营安全垫较高、估计与公司二季度部分渠道回款八代、以及发布45度和68度新品、招商回款有关；应收款项融资195.76亿元，环比减少85.21亿元，同比减少59.25亿元，估计与承兑半年度到期有关。

24Q2公司毛利率/归母净利率为75.01%/31.69%，分别同比+1.74/+0.41pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为14.62%/17.34%/4.26%/0.48%/-4.3%，分别同比+0.44/+1.97/-0.33/+0.07/+0.12pct。单二季度实现销售收现278.79亿元，同比93.41%，经现净额129.12亿元，同比619.64%。

分产品看，24H1五粮液/其他酒产品收入392.05/79.06亿元，分别同比11.45%/17.77%。拆分量价来看，五粮液产品销量2.42万吨，同比12.07%，均价162.04万元/吨，同比-0.55%；其他酒销量5.42万吨，同比-23.86%，均价14.60万元/吨，同比54.68%。高端酒均价微降，我们估计与上半年普五处于老价格体系发货周期，以及1618、低度放量均有关。其他酒销量和均价变化幅度较大，主因五粮浓香公司持续向中高价位产品聚焦、五粮春动销表现更为优秀，低价位产品销售量减少有关。

● 盈利预测与投资建议

今年在外部环境需求疲软背景下，八代五粮液批价稳定在930以上，公司减量策略成效显著，同时1618和低度进行消费端的投入和拉动，相应的机制设定确保渠道各个环节获利，配合接连不断地市场营销活动、实现了较快增长，分担了八代的增长压力，辅以45度、

68 度、经典年份等进行产品矩阵定位上的补充和完善。此外今年定位为“营销执行年”，抓动销、稳价格、提费效、转作风，执行过程中具备战略定力。从整体框架设计到实操执行上，改善明显。

从中报看完成质量较高，较好的现金流/高预收款对后续业绩有保障。当前临近中秋，渠道在新价格体系下有序回款、库存较低、强劲品牌力+消费者拉动活动下，节日动销有保障，渠道信心持续改善，是板块中先期确定下来的稳健品种。此外公司对于分红提升投资回报率的理解和执行上快于行业，连续两年提升年度分红比例至当前的 60%，对应当前市值股息率在 4.21%，我们预计后续仍有提升潜力，看好并推荐。

全年来看公司有望达成双位数的增长目标。据此我们预计公司 2024-2026 年实现营收 924.76/1021.70/1124.87 亿元，同比增长 11.05%/10.48%/10.10%，预计 2024-2026 年归母净利润为 339.31/379.39/423.24 亿元，同比增长 12.31%/11.81%/11.56%，未来三年 EPS 为 8.74/9.77/10.90 元，对应当前股价 PE 为 14/12/11 倍，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	832.72	924.76	1,021.70	1,124.87
增长率(%)	12.58	11.05	10.48	10.10
EBITDA(亿元)	404.54	447.03	498.80	555.72
归属母公司净利润(亿元)	302.11	339.31	379.39	423.24
增长率(%)	13.19	12.31	11.81	11.56
EPS(元/股)	7.78	8.74	9.77	10.90
市盈率(P/E)	15.26	13.59	12.15	10.89
市净率(P/B)	3.56	3.22	2.91	2.63
EV/EBITDA	10.61	7.37	6.26	5.28

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	833	925	1022	1125	营业收入	12.6%	11.1%	10.5%	10.1%
营业成本	202	213	233	253	营业利润	13.0%	12.3%	11.8%	11.5%
税金及附加	125	138	153	168	归属于母公司净利润	13.2%	12.3%	11.8%	11.6%
销售费用	78	95	103	111	获利能力				
管理费用	33	34	37	39	毛利率	75.8%	77.0%	77.2%	77.5%
研发费用	3	4	4	4	净利率	36.3%	36.7%	37.1%	37.6%
财务费用	-25	-27	-30	-34	ROE	23.3%	23.7%	24.0%	24.2%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	22.4%	22.6%	22.6%	22.7%
营业利润	420	472	527	588	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	20.0%	20.0%	19.7%	19.4%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	4.50	4.59	4.70	4.82
利润总额	419	471	526	587	营运能力				
所得税	104	117	131	146	应收账款周转率	2126.07	2054.82	2049.81	2046.42
净利润	315	354	396	442	存货周转率	4.99	5.18	5.32	5.37
归母净利润	302	339	379	423	总资产周转率	0.52	0.53	0.53	0.52
每股收益(元)	7.78	8.74	9.77	10.90	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	7.78	8.74	9.77	10.90
货币资金	1155	1322	1492	1681	每股净资产	33.38	36.87	40.78	45.14
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	0	0	1	1	PE	15.26	13.59	12.15	10.89
预付款项	2	2	2	2	PB	3.56	3.22	2.91	2.63
存货	174	183	201	218	现金流量表				
流动资产合计	1472	1664	1868	2093	净利润	315	354	396	442
固定资产	52	51	50	49	折旧和摊销	10	3	3	3
在建工程	56	56	56	56	营运资本变动	94	7	1	1
无形资产	21	21	21	21	其他	-2	0	0	0
非流动资产合计	183	179	178	177	经营活动现金流净额	417	364	400	446
资产总计	1654	1843	2046	2270	资本开支	-30	-3	-3	-3
短期借款	0	0	0	0	其他	0	6	1	1
应付票据及应付账款	96	97	107	116	投资活动现金流净额	-29	3	-2	-2
其他流动负债	231	265	291	318	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	327	363	398	434	债务融资	0	4	0	0
其他	4	6	6	6	其他	-163	-204	-228	-254
非流动负债合计	4	6	6	6	筹资活动现金流净额	-163	-200	-228	-254
负债合计	331	369	404	440	现金及现金等价物净增加额	225	167	170	190
股本	39	39	39	39					
资本公积金	27	27	27	27					
未分配利润	894	979	1074	1180					
少数股东权益	28	43	59	77					
其他	336	387	444	507					
所有者权益合计	1323	1474	1642	1830					
负债和所有者权益总计	1654	1843	2046	2270					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000