



## 买入（维持）

所属行业：食品饮料/白酒II  
当前价格(元)：123.03

### 证券分析师

#### 熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

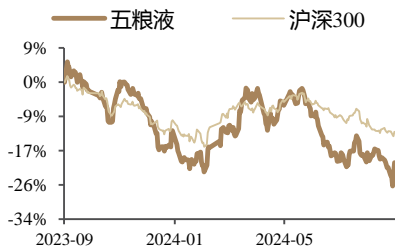
#### 尤诗超

资格编号：S0120524070004

邮箱：yousc3@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.02	-0.35	-13.02
相对涨幅(%)	0.49	3.70	-5.80

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《五粮液(000858)2023年报及2024一季报点评：经营稳健，Q1为全年双位数目标奠基》，2024.4.30
- 《五粮液(000858.SZ)提价点评-八代五粮液提高出厂价，五粮液品牌价值有望提升》，2024.2.1
- 《五粮液(000858)2023三季报点评：收入业绩超预期，顺周期建议加强关注》，2023.10.31

# 五粮液（000858.SZ）：业绩稳健增长，动销稳步提升

### 投资要点

- 事件：**公司发布2024年半年报，2024H1实现营业收入506.48亿元，同比增加11.30%；实现归母净利润190.57亿元，同比增加11.86%；实现扣非归母净利润189.39亿元，同比增加11.79%。根据计算，2024Q2实现营业收入158.15亿元，同比增加10.08%；实现归母净利润50.12亿元，同比增加11.50%；实现扣非归母净利润49.00亿元，同比增加9.24%。
- 聚焦中高价位产品，动销增长显著。**分产品看，24H1公司五粮液/其他酒产品分别实现营收392.05/79.06亿元，同比分别+11.45%/+17.77%。五粮液产品及其他酒产品均实现一定程度上的增长。上半年五粮液/其他酒产品销量分别为2.42/5.42万吨，同比分别+12.07%/-23.86%，经计算上半年五粮液/其他酒产品吨价分别为162.04/14.60万元/吨，同比分别-0.56%/+54.68%。其他酒产品销量下降主要是由于五粮液浓香公司持续向中高价位产品聚焦，致使低价位产品生产量、销售量减少。上半年五粮液产品三大主品运营取得新成效，其中第八代五粮液实现价格和动销稳中有升，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，五粮液浓香酒产品也实现了产品动销的提升，抓住销售旺季开展活动，日均开瓶扫码量同比增长超70%。
- 扁平化招商策略初见成效，核心市场优势显著。**分渠道来看，24H1经销/直销收入分别为275.94/195.17亿元，分别同比变化+13.51%/+11.01%。24H1五粮液经销商较23年同期增加98家，五粮浓香经销商增加268家，专卖店净增加87家，五粮液浓香经销商数量迅猛增长，主要由于五粮浓香公司深入推进市场精耕，针对空白薄弱市场进行扁平化招商布局。区域上看，24H1西部/东部/中部/北部/南部分别实现营业收入167.59/135.52/84.62/48.41/34.96亿元，同比分别+16.66%/+15.70%/+8.22%/+8.16%/-0.58%，西部和东部市场占据营收构成的主导地位，增速也较快。
- 毛利率净利率均实现增长，回款表现亮眼。**24Q2公司毛利率/净利率分别为75.01%/32.82%，分别同比变化+1.74pct/+0.20pct，毛利率和净利率均有所提升。税金率/销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比变化+0.44pct/+1.97pct/-0.33pct/0.07pct，销售费用率提高预计与形象宣传费和促销费的增加有关。截至24Q2合同负债81.58亿元，环比增加31.11亿元，展现出经销商对公司的信心。
- 投资建议：**预计24-26年公司营业收入为916.5/1009.6/1125.3亿元，同比增速为10.1%/10.2%/11.5%，归母净利润为338.2/378.5/426.6亿元，同比增速为11.9%/11.9%/12.7%，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济恢复不及预期，行业竞争加剧，新品推广不及预期

**股票数据**

总股本(百万股):	3,881.61
流通 A 股(百万股):	3,881.53
52 周内股价区间(元):	114.00-161.92
总市值(百万元):	477,554.23
总资产(百万元):	185,984.51
每股净资产(元):	33.62

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	91,649	100,960	112,528
(+/-)YOY(%)	11.7%	12.6%	10.1%	10.2%	11.5%
净利润(百万元)	26,690	30,211	33,820	37,854	42,658
(+/-)YOY(%)	14.2%	13.2%	11.9%	11.9%	12.7%
全面摊薄 EPS(元)	6.88	7.78	8.71	9.75	10.99
毛利率(%)	75.4%	75.8%	76.5%	76.9%	77.0%
净资产收益率(%)	23.4%	23.3%	20.7%	18.8%	17.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	7.78	8.71	9.75	10.99
每股净资产	33.38	42.09	51.84	62.83
每股经营现金流	10.75	9.78	11.16	11.53
每股股利	4.67	5.37	6.18	7.10
价值评估(倍)				
P/E	18.03	14.12	12.62	11.19
P/B	4.20	2.92	2.37	1.96
P/S	5.73	5.21	4.73	4.24
EV/EBITDA	10.61	7.17	5.62	4.25
股息率%	3.3%	4.4%	5.0%	5.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	75.8%	76.5%	76.9%	77.0%
净利润率	37.9%	38.6%	39.2%	39.6%
净资产收益率	23.3%	20.7%	18.8%	17.5%
资产回报率	18.3%	16.6%	15.1%	14.5%
投资回报率	22.4%	20.3%	18.2%	16.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.6%	10.1%	10.2%	11.5%
EBIT 增长率	12.5%	14.3%	11.2%	12.0%
净利润增长率	13.2%	11.9%	11.9%	12.7%
偿债能力指标				
资产负债率	20.0%	17.8%	17.1%	14.5%
流动比率	4.5	5.1	5.4	6.5
速动比率	4.0	4.6	5.0	6.1
现金比率	3.5	4.2	4.6	5.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	298.0	298.5	295.0	260.0
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	16.0	18.4	21.1	24.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	30,211	33,820	37,854	42,658
少数股东损益	1,310	1,574	1,740	1,932
非现金支出	981	263	146	84
非经营收益	-161	-105	-106	-109
营运资金变动	9,402	2,421	3,695	179
经营活动现金流	41,742	37,974	43,328	44,745
资产	-2,955	-1,319	-550	-1,090
投资	0	-57	-55	-49
其他	24	104	104	107
投资活动现金流	-2,932	-1,272	-502	-1,032
债权募资	0	0	0	0
股权募资	23	0	0	0
其他	-16,323	0	0	0
融资活动现金流	-16,300	0	0	0
现金净流量	22,511	36,702	42,826	43,713

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	83,272	91,649	100,960	112,528
营业成本	20,157	21,500	23,300	25,900
毛利率%	75.8%	76.5%	76.9%	77.0%
营业税金及附加	12,532	13,289	14,835	16,595
营业税金率%	15.0%	14.5%	14.7%	14.7%
营业费用	7,796	8,340	9,086	10,015
营业费用率%	9.4%	9.1%	9.0%	8.9%
管理费用	3,319	3,391	3,534	3,826
管理费用率%	4.0%	3.7%	3.5%	3.4%
研发费用	322	297	347	395
研发费用率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
EBIT	39,472	45,130	50,187	56,189
财务费用	-2,473	-1,732	-2,282	-2,925
财务费用率%	-3.0%	-1.9%	-2.3%	-2.6%
资产减值损失	-4	-6	-8	-5
投资收益	58	104	104	107
营业利润	42,004	46,961	52,567	59,218
营业外收支	-91	0	0	0
利润总额	41,913	46,961	52,567	59,218
EBITDA	40,454	45,387	50,324	56,268
所得税	10,392	11,566	12,974	14,628
有效所得税率%	24.8%	24.6%	24.7%	24.7%
少数股东损益	1,310	1,574	1,740	1,932
归属母公司所有者净利润	30,211	33,820	37,854	42,658

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	115,456	152,159	194,985	238,697
应收账款及应收票据	43	229	60	256
存货	17,388	18,266	19,920	17,491
其它流动资产	14,296	14,009	15,369	17,182
流动资产合计	147,182	184,663	230,334	273,626
长期股权投资	2,020	2,077	2,132	2,181
固定资产	5,190	4,980	4,782	4,607
在建工程	5,623	6,307	6,408	6,800
无形资产	2,057	2,598	3,278	4,198
非流动资产合计	18,251	19,364	19,827	20,884
资产总计	165,433	204,027	250,161	294,510
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9,597	5,710	11,167	8,533
预收账款	18	18	21	23
其它流动负债	23,069	30,155	31,235	33,626
流动负债合计	32,683	35,883	42,423	42,182
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	400	400	400	400
非流动负债合计	400	400	400	400
负债总计	33,084	36,283	42,824	42,582
实收资本	3,882	3,882	3,882	3,882
普通股股东权益	129,558	163,378	201,232	243,891
少数股东权益	2,791	4,366	6,105	8,037
负债和所有者权益合计	165,433	204,027	250,161	294,510

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。