

五粮液 (000858.SZ)

业绩稳健增长，彰显品牌韧性

2024年09月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2024/8/30
当前股价(元)	123.03
一年最高最低(元)	168.23/112.92
总市值(亿元)	4,775.54
流通市值(亿元)	4,775.44
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	38.82
近3个月换手率(%)	27.75

● 经营业绩韧性较好，保持健康发展趋势，维持“买入”评级

公司2024H1实现营收506.5亿元，同比+11.3%，归母净利润190.6亿元，同比+11.9%，其中Q2收入158.2亿元，同比+10.1%，归母净利润50.1亿元，同比+11.5%，业绩略好于预期。考虑公司主动控货，我们下调2024-2026年盈利预测，预计2024-2026年净利润分别为338.6(-6.0)、376.7(-16.4)亿元、413.3(-27.5)亿元，同比分别+12.1%、+11.3%、+9.7%，EPS分别为8.72(-0.16)、9.70(-0.43)、10.65(-0.72)元，当前股价对应PE分别为14.1、12.7、11.6倍，公司在改善渠道关系、管控价格上执行坚定，效果良好，虽然作为高端产品，需求更加大众化、碎片化，未来2-3年有望保持健康增长，维持“买入”评级。

● 五粮液产品录得不低于整体的增速，主要靠量拉动

2024H1公司五粮液产品收入392.1亿元，同比+11.5%，其中销量同比+12.1%，价格同比-0.6%。上半年公司严格控制八代发，1618、低度等战略性产品对营收贡献较大。其他酒收入79.1亿元，同比+17.8%，其中销量同比-23.9%，价格同比+54.7%。系列酒产品结构进一步优化，系列酒经销商增加268家至950家。

● 东部、西部强势区域领跑，南部区域增速最低

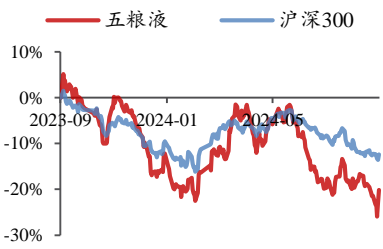
2024H1公司西/东/北/中/南部区域增速分别为+16.7%/+15.7%/+8.2%/+8.2%/+0.6%，东/西部作为公司的历史强势区域，品消费者基础更好，逆势实现了份额扩张。

● 公司回款和现金流表现良好，毛利率回升，销售费用率提升，净利率微增

2024H1公司经营性现金流同比+18.5%至134.3亿元，H1末合同负债环比Q1末增长31.1亿元，相比之下2023年同期环比减少了18.9亿元，在公司今年控量、稳价的动作下，渠道利润有所回升，厂商关系有明显改善，渠道配合回款的积极性较高。2024Q2毛利率同比+1.74pcts至75.0%，主要得益于系列酒产品结构的明显优化。销售费用率同比+1.97pct至17.3%，主要是公司今年在低度、1618等战略性产品上加大了市场投入。2024Q2净利率同比+0.41pct至32.8%。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩稳健，核心矛盾明显改善——公司信息更新报告》-2024.5.3

《营收环比大幅改善，终端动销质量良好——公司信息更新报告》-2023.11.16

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	92,626	102,043	109,723
YOY(%)	11.7	12.6	11.2	10.2	7.5
归母净利润(百万元)	26,690	30,211	33,856	37,666	41,328
YOY(%)	14.2	13.2	12.1	11.3	9.7
毛利率(%)	75.4	75.8	76.9	77.2	77.8
净利率(%)	37.8	37.9	38.3	38.6	39.4
ROE(%)	24.0	23.8	23.7	22.5	21.2
EPS(摊薄/元)	6.88	7.78	8.72	9.70	10.65
P/E(倍)	17.9	15.8	14.1	12.7	11.6
P/B(倍)	4.2	3.7	3.3	2.8	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	137566	147182	162988	190917	217302
现金	92358	115456	130438	156007	182944
应收票据及应收账款	156	43	178	65	196
其他应收款	31	40	39	48	45
预付账款	136	169	170	204	198
存货	15981	17388	18077	20507	19832
其他流动资产	28904	14086	14086	14086	14086
非流动资产	15246	18251	19276	20201	20900
长期投资	1986	2020	2140	2257	2370
固定资产	5315	5192	6796	8055	8893
无形资产	519	2057	2250	2486	2771
其他非流动资产	7427	8982	8091	7402	6866
资产总计	152812	165433	182264	211117	238203
流动负债	35759	32683	32196	35265	33658
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8135	9597	9249	11254	10181
其他流动负债	27624	23087	22948	24011	23476
非流动负债	366	400	400	400	400
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	366	400	400	400	400
负债合计	36125	33084	32597	35666	34058
少数股东权益	2659	2791	4380	6137	8047
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	107464	122994	139353	157187	176254
归属母公司股东权益	114028	129558	145287	169315	196098
负债和股东权益	152812	165433	182264	211117	238203

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	24431	41742	31939	37572	38985
净利润	27970	31521	35445	39423	43238
折旧摊销	577	590	638	799	870
财务费用	-2026	-2473	-2762	-3276	-3987
投资损失	-93	-58	-85	-83	-80
营运资金变动	-4119	9402	-1295	711	-1054
其他经营现金流	2123	2760	-1	-1	-2
投资活动现金流	-1716	-2932	-1578	-1641	-1490
资本支出	1781	2957	1544	1607	1456
长期投资	-6	0	-119	-117	-114
其他投资现金流	70	25	85	83	80
筹资活动现金流	-13105	-16300	-15379	-10363	-10558
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-13105	-16300	-15379	-10363	-10558
现金净增加额	9609	22511	14981	25569	26937

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	73969	83272	92626	102043	109723
营业成本	18178	20157	21423	23308	24368
营业税金及附加	10749	12532	13987	15408	16568
营业费用	6844	7796	9263	10204	10972
管理费用	3068	3319	3520	3878	4169
研发费用	236	322	232	255	274
财务费用	-2026	-2473	-2762	-3276	-3987
资产减值损失	-26	-4	0	0	0
其他收益	187	331	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	93	58	85	83	80
资产处置收益	3	1	0	0	0
营业利润	37174	42004	47048	52348	57435
营业外收入	39	45	50	50	50
营业外支出	110	136	100	100	100
利润总额	37104	41913	46998	52298	57385
所得税	9134	10392	11553	12874	14147
净利润	27970	31521	35445	39423	43238
少数股东损益	1280	1310	1589	1757	1910
归属母公司净利润	26690	30211	33856	37666	41328
EBITDA	34910	39039	43948	48800	53171
EPS(元)	6.88	7.78	8.72	9.70	10.65

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	11.7	12.6	11.2	10.2	7.5
营业利润(%)	14.2	13.0	12.0	11.3	9.7
归属于母公司净利润(%)	14.2	13.2	12.1	11.3	9.7
获利能力					
毛利率(%)	75.4	75.8	76.9	77.2	77.8
净利率(%)	37.8	37.9	38.3	38.6	39.4
ROE(%)	24.0	23.8	23.7	22.5	21.2
ROIC(%)	133.8	250.8	269.0	345.1	385.7
偿债能力					
资产负债率(%)	23.6	20.0	17.9	16.9	14.3
净负债比率(%)	-78.6	-87.0	-87.0	-88.8	-89.5
流动比率	3.8	4.5	5.1	5.4	6.5
速动比率	3.4	4.0	4.5	4.8	5.9
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	1481.1	2126.1	2126.1	2126.1	2126.1
应付账款周转率	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.88	7.78	8.72	9.70	10.65
每股经营现金流(最新摊薄)	6.29	10.75	8.23	9.68	10.04
每股净资产(最新摊薄)	29.38	33.38	37.43	43.62	50.52
估值比率					
P/E	17.9	15.8	14.1	12.7	11.6
P/B	4.2	3.7	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	11.1	9.4	8.0	6.7	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn