

食品饮料

报告日期：2024年09月02日

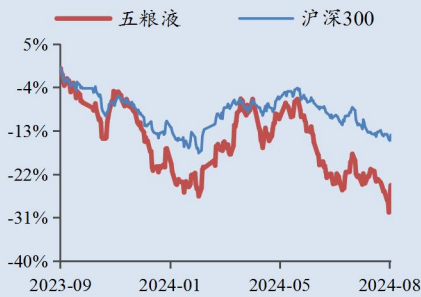
业绩稳健增长，盈利能力提升

——五粮液（000858.SZ）2024年半年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2024年08月30日

当前价格（元）	123.03
52周价格区间（元）	112.92-168.23
总市值（百万元）	477,554.23
流通市值（百万元）	477,544.13
总股本（万股）	388,160.80
流通股（万股）	388,152.59
近一月换手（%）	10.30

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

2024年8月29日，公司发布2024年半年度报告。

公司实现营业收入506.48亿元，同比增长11.30%；归母净利润190.57亿元，同比增长11.86%；扣非后归母净利润189.39亿元，同比增长11.79%。

观点：

➤ **公司上半年业绩实现双位数增长。分产品来看**，上半年五粮液产品实现销售收入392.05亿元，同比增长11.45%，毛利率为86.69%，同比小幅下降0.11pcts；其他酒实现销售收入79.06亿元，同比增长17.77%，毛利率为62.23%，同比提升1.58pcts。五粮液产品毛利率小幅下降或因1618和39度五粮液放量增长有关，上半年，该产品通过“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。**分渠道来看**，经销渠道/直销渠道分别实现销售收入275.94亿元/195.17亿元，同比增长13.51%/11.01%，毛利率分别为79.70%/86.67%，同比变化+0.19pcts/-0.23pcts。**分区域来看**，东部区域/南部区域/西部区域/北部区域/中部区域分别实现销售收入135.52亿元/34.96亿元/167.59亿元/48.41亿元/84.62亿元，同比变化15.70%/-0.58%/16.66%/8.16%/8.22%，东部和西部增速居前。截至上半年末，五粮液经销商数量为2530家，较上年同期增长98家，其中东部区域增长较多（67家）；专卖店数量为1749家，较年初新增87家门店，东部区域和中部区域分别增长38家和25家，领先于其他区域。

➤ **公司毛利率和净利率稳中有升，盈利能力增强**。2024上半年，公司实现毛利率77.36%，同比提升0.58pcts；净利率为39.15%，同比提升0.05pcts，毛利率显著提升主因公司持续向中高价位产品聚焦，产品结构优化。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为10.60%/3.43%/-2.77%，同比变化+1.10pcts/-0.43pcts/-0.02pcts。销售费用率提升主因公司加大市场投入，进行渠道建设、团队建设和消费者培育，进一步提振经销商信心。上半年公司合同负债为81.58亿元，同比提升123.55%。

➤ **盈利预测及投资评级**：2024年上半年公司业绩表现优秀，我们预计公司2024/2025/2026营业收入分别为926.99亿元/1020.68亿元/1123.56亿元，同比增长11.32%/10.11%/10.08%；归母净利润分别为336.76亿元/372.99亿元/411.40亿元，同比增长

11.47%/10.76%/10.30%；对应2024年8月30日收盘价，PE分别为14.2X/12.8X/11.6X，参考可比公司的平均估值，我们看好公司穿越周期的能力和发展韧性，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

➤ **风险提示：**食品安全风险；消费复苏不及预期；新品推广不及预期风险；市场竞争加剧的风险；第三方数据统计偏差风险。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	73,969	83,272	92,699	102,068	112,356
增长率（%）	11.72	12.58	11.32	10.11	10.08
归母净利润（百万元）	26,691	30,211	33,676	37,299	41,140
增长率（%）	14.17	13.19	11.47	10.76	10.30
ROE（%）	23.97	23.82	23.53	22.87	22.02
每股收益/EPS（摊薄/元）	6.88	7.78	8.68	9.61	10.60
市盈率（P/E）	17.9	15.8	14.2	12.8	11.6
市净率（P/B）	4.2	3.7	3.3	2.9	2.5

数据来源：Wind，华龙证券研究所

证券代码	证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS（元/股）					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	1,443.19	18,129.32	49.93	59.49	69.25	79.32	90.02	28.9	24.3	20.8	18.2	16.0
000568.SZ	泸州老窖	119.28	1,755.76	7.06	9.02	10.93	13.11	15.50	16.9	13.3	10.9	9.1	7.7
600809.SH	山西汾酒	176.83	2,157.26	6.65	8.56	10.61	12.73	15.06	26.6	20.7	16.7	13.9	11.7
000596.SZ	古井贡酒	172.02	817.81	5.95	8.68	11.16	13.93	16.95	28.9	19.8	15.4	12.3	10.1
行业平均		477.83	5,715.04	17.40	21.44	25.49	29.77	34.38	25.4	19.5	16.0	13.4	11.4
000858.SZ	五粮液	123.03	4,775.54	6.88	7.78	8.68	9.61	10.60	17.9	15.8	14.2	12.8	11.6

数据来源：iFinD,华龙证券研究所（截至2024年8月30日，五粮液盈利预测来自华龙证券研究所，其余可比公司盈利预测来自iFinD一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	137,566	147,182	164,273	186,233	211,329
现金	92,358	115,456	124,019	144,757	167,053
应收票据及应收账款	156	43	119	113	142
其他应收款	31	40	39	54	48
预付账款	136	169	171	204	208
存货	15,981	17,388	19,926	21,105	23,878
其他流动资产	28,904	14,086	20,000	20,000	20,000
非流动资产	15,149	18,251	19,223	20,081	21,047
长期股权投资	1,986	2,020	2,078	2,136	2,193
固定资产	5,313	5,190	6,800	8,055	9,113
无形资产	519	2,057	2,250	2,486	2,771
其他非流动资产	7,331	8,984	8,095	7,405	6,970
资产总计	152,715	165,433	183,496	206,315	232,376
流动负债	35,759	32,683	33,736	35,764	37,026
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8,135	9,597	10,231	11,572	12,331
其他流动负债	27,624	23,087	23,505	24,192	24,695
非流动负债	271	400	400	400	400
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	271	400	400	400	400
负债合计	36,031	33,084	34,136	36,164	37,427
少数股东权益	2,659	2,791	4,253	5,872	7,658
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683
留存收益	107,461	122,994	137,048	152,614	169,784
归属母公司股东权益	114,025	129,558	145,107	164,279	187,292
负债和股东权益	152,715	165,433	183,496	206,315	232,376

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	24,431	41,742	25,498	37,494	39,020
净利润	27,971	31,521	35,138	38,918	42,926
折旧摊销	577	590	638	799	877
财务费用	-2,026	-2,473	-2,758	-2,970	-3,186
投资损失	-93	-58	-58	-58	-58
营运资金变动	-4,119	9,402	-7,462	804	-1,540
其他经营现金流	2,122	2,760	0	0	1
投资活动现金流	-1,716	-2,932	-1,551	-1,599	-1,784
资本支出	1,781	2,957	1,553	1,600	1,785
长期投资	-6	0	-58	-58	-58
其他投资现金流	70	25	59	59	59
筹资活动现金流	-13,105	-16,300	-15,383	-15,157	-14,941
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	-13,105	-16,300	-15,383	-15,157	-14,941
现金净增加额	9,609	22,511	8,563	20,738	22,296

数据来源: Wind, 华龙证券研究所

利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	73,969	83,272	92,699	102,068	112,356
营业成本	18,178	20,157	22,540	24,786	27,173
税金及附加	10,749	12,532	13,554	15,052	16,558
销售费用	6,844	7,796	9,641	10,309	11,236
管理费用	3,068	3,319	3,430	3,572	3,932
研发费用	236	322	279	325	372
财务费用	-2,026	-2,473	-2,758	-2,970	-3,186
资产和信用减值损失	-28	-5	-1	-1	-2
其他收益	187	331	260	250	250
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	93	58	58	58	58
资产处置收益	3	1	1	1	1
营业利润	37,174	42,004	46,332	51,302	56,578
营业外收入	39	45	42	44	43
营业外支出	110	136	140	138	139
利润总额	37,104	41,913	46,234	51,208	56,481
所得税	9,133	10,392	11,096	12,290	13,556
净利润	27,971	31,521	35,138	38,918	42,926
少数股东损益	1,280	1,310	1,462	1,619	1,786
归属母公司净利润	26,691	30,211	33,676	37,299	41,140
EBITDA	39,804	45,003	49,295	54,724	60,506
EPS (元)	6.88	7.78	8.68	9.61	10.60

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	11.72	12.58	11.32	10.11	10.08
营业利润同比增速(%)	14.20	12.99	10.30	10.73	10.28
归属于母公司净利润同比增速(%)	14.17	13.19	11.47	10.76	10.30
获利能力					
毛利率(%)	75.42	75.79	75.68	75.72	75.81
净利率(%)	37.81	37.85	37.91	38.13	38.21
ROE(%)	23.97	23.82	23.53	22.87	22.02
ROIC(%)	25.79	25.73	25.44	24.91	24.16
偿债能力					
资产负债率(%)	23.59	20.00	18.60	17.53	16.11
净负债比率(%)	-78.61	-87.03	-82.86	-84.93	-85.56
流动比率	3.85	4.50	4.87	5.21	5.71
速动比率	3.40	3.97	4.27	4.61	5.06
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.52	0.53	0.52	0.51
应收账款周转率	1,481.15	2,126.07	2,126.07	2,126.07	2,126.07
应付账款周转率	2.87	2.50	5.09	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	6.88	7.78	8.68	9.61	10.60
每股经营现金流(最新摊薄)	6.29	10.75	6.57	9.66	10.05
每股净资产(最新摊薄)	29.38	33.38	37.38	42.32	48.25
估值比率					
P/E	17.9	15.8	14.2	12.8	11.6
P/B	4.2	3.7	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	9.76	8.11	7.26	6.19	5.26

免责及评级说明部分

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046