

评级：买入（维持）

市场价格：123.03元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email：hect@zts.com.cn

分析师：赵襄彭

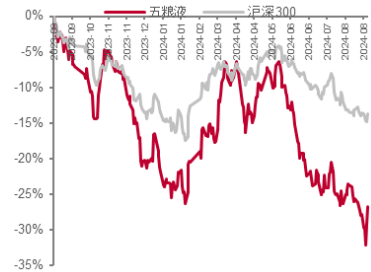
执业证书编号：S0740524010001

Email：zhaoxp02@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,882
流通股本(百万股)	3,882
市价(元)	123.03
市值(百万元)	477,554
流通市值(百万元)	477,544

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	92,803	102,640	113,122
增长率 yoy%	11.72%	12.58%	11.45%	10.60%	10.21%
净利润(百万元)	26,691	30,211	34,124	38,186	42,793
增长率 yoy%	14.17%	13.19%	12.95%	11.90%	12.06%
每股收益(元)	6.88	7.78	8.79	9.84	11.02
每股现金流量	6.29	10.75	8.05	19.11	3.00
净资产收益率	23.41%	23.32%	23.83%	24.27%	24.90%
P/E	17.89	15.81	13.99	12.51	11.16
PEG	1.43	1.28	1.06	1.00	0.91
P/B	4.19	3.69	3.33	3.04	2.78

备注：股价数据更新截止2024年8月30日

投资要点

- 事件：公司发布2024年半年报，1H24实现营业总收入506.48亿元，同增11.30%；实现归母净利润190.57亿元，同增11.86%。
- 增长符合预期，回款质量较高。公司2Q24实现营业总收入158.15亿元，同比+10.08%；实现归母净利润50.12亿元，同比+11.50%。符合市场预期。2Q24营业收入+△合同负债回款同比+51.64%，销售收现同比+93.41%；综合上半年回款来看，1H24营业收入+△合同负债回款同比+41.24%，销售收现同比+15.32%，均高于同期收入增速，反映上半年回款质量较高。
- 盈利能力稳中有升。2Q24实现毛利率75.01%，同比+1.74pct，归母净利率31.69%，同比+0.41pct。1H24实现毛利率77.36%，同比+0.58pct，归母净利率37.63%，同比+0.19pct。产品结构方面，1H24五粮液产品收入同增11.45%，其他酒产品收入同增17.77%，其他系列酒增长相对较快；1H24五粮液产品毛利率同比-0.11pct至86.69%，其他酒产品毛利率同比+1.58pct至62.23%，其他系列酒毛利率提升明显。费用率方面，2Q24销售费用率为17.34%，同比+1.97pct；管理费用率为4.74%，同比-0.26pct。
- 逐步丰富增长手段，减轻八代五粮液放量压力。2023年1218经销商大会上公司提到将优化投放的产品结构及渠道结构，对第八代五粮液传统渠道计划投放量适当缩减并固化配额，优化的计划量将投向特殊规格装五粮液、文化酒等产品，以及直销渠道和国际市场。龙年生肖的成功为未来公司开发更多高溢价非标收藏产品提供了良好的范本。春节动销印证了普五渠道快速出货下的需求韧性，在当下行业整体承压的环境下，更显难能可贵。
- 盈利预测及投资建议：维持“买入”评级。预计2024-2026年公司收入分别为928.03、1026.40、1131.22亿元，同比增长11.45%、10.60%、10.21%；净利润分别为341.24、381.86亿元、427.93亿元，同比增长12.95%、11.90%、12.06%，对应EPS分别为8.79、9.84、11.02元，对应PE分别为14、13、11倍，重点推荐。
- 风险提示：全球疫情持续扩散、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故。

## 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>73,969</b>	<b>83,272</b>	<b>92,803</b>	<b>102,640</b>	<b>113,122</b>
增长率	11.7%	12.6%	11.4%	10.6%	10.2%
营业成本	-18,178	-20,157	-22,013	-23,935	-25,610
% 销售收入	24.6%	24.2%	23.7%	23.3%	22.6%
毛利	55,790	63,115	70,790	78,706	87,512
% 销售收入	75.4%	75.8%	76.3%	76.7%	77.4%
营业税金及附加	-10,749	-12,532	-13,966	-15,446	-17,024
% 销售收入	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	-6,844	-7,796	-8,538	-9,238	-9,955
% 销售收入	9.3%	9.4%	9.2%	9.0%	8.8%
管理费用	-3,068	-3,319	-3,527	-3,900	-4,299
% 销售收入	4.1%	4.0%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	35,129	39,467	44,760	50,121	56,235
% 销售收入	47.5%	47.4%	48.2%	48.8%	49.7%
财务费用	2,026	2,473	2,575	2,848	3,139
% 销售收入	-2.7%	-3.0%	-2.8%	-2.8%	-2.8%
资产减值损失	-26	-4	-13	-14	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	93	58	83	78	73
% 税前利润	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	37,222	41,994	47,405	53,033	59,436
营业利润率	50.3%	50.4%	51.1%	51.7%	52.5%
营业外收支	-71	-91	-88	-83	-87
税前利润	<b>37,151</b>	<b>41,903</b>	<b>47,317</b>	<b>52,949</b>	<b>59,349</b>
利润率	50.2%	50.3%	51.0%	51.6%	52.5%
所得税	-9,133	-10,392	-11,738	-13,135	-14,720
所得税率	24.6%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	27,971	31,521	35,604	39,843	44,649
少数股东损益	1,280	1,310	1,480	1,656	1,856
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>26,691</b>	<b>30,211</b>	<b>34,124</b>	<b>38,186</b>	<b>42,793</b>
净利率	36.1%	36.3%	36.8%	37.2%	37.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	27,971	31,521	35,604	39,843	44,649
加: 折旧和摊销	577	590	655	746	836
资产减值准备	21	-1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	48	11	-2,575	-2,848	-3,139
投资收益	-93	-58	-83	-78	-73
少数股东损益	1,280	1,310	1,480	1,656	1,856
营运资金的变动	-33,194	19,619	-2,349	36,516	-30,635
<b>经营活动现金净流</b>	<b>24,431</b>	<b>41,742</b>	<b>31,253</b>	<b>74,178</b>	<b>11,639</b>
固定资本投资	-830	-1,727	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,716</b>	<b>-2,932</b>	<b>-1,516</b>	<b>-1,521</b>	<b>-1,516</b>
股利分配	-14,680	-14,680	-20,475	-24,057	-28,244
其他	1,575	-1,620	2,575	2,848	3,139
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-13,105</b>	<b>-16,300</b>	<b>-17,899</b>	<b>-21,209</b>	<b>-25,104</b>
<b>现金净流量</b>	<b>9,609</b>	<b>22,510</b>	<b>11,838</b>	<b>51,448</b>	<b>-14,981</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	92,358	115,456	127,294	178,742	163,761
应收款项	187	82	217	114	251
存货	15,981	17,388	19,053	20,569	21,826
其他流动资产	29,040	14,256	14,251	14,285	14,276
流动资产	137,566	147,182	160,815	213,710	200,114
% 总资产	90.1%	89.0%	89.4%	91.5%	90.7%
长期投资	1,986	2,020	2,020	2,020	2,020
固定资产	5,313	5,190	4,771	4,350	3,926
% 总资产	3.5%	3.1%	2.7%	1.9%	1.8%
无形资产	519	2,057	3,389	4,633	5,789
非流动资产	15,149	18,251	19,118	19,894	20,635
% 总资产	9.9%	11.0%	10.6%	8.5%	9.3%
<b>资产总计</b>	<b>152,715</b>	<b>165,433</b>	<b>179,932</b>	<b>233,604</b>	<b>220,749</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	12,769	15,000	14,370	52,257	22,996
其他流动负债	22,990	17,683	17,683	17,683	17,683
流动负债	35,759	32,683	32,053	69,940	40,679
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	271	400	400	400	400
<b>负债</b>	<b>36,031</b>	<b>33,084</b>	<b>32,453</b>	<b>70,340</b>	<b>41,080</b>
普通股股东权益	114,025	129,558	143,208	157,337	171,887
少数股东权益	2,659	2,791	4,271	5,927	7,783
<b>负债股东权益合计</b>	<b>152,715</b>	<b>165,433</b>	<b>179,932</b>	<b>233,604</b>	<b>220,749</b>

比率分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	6.88	7.78	8.79	9.84	11.02
每股净资产 (元)	29.38	33.38	36.89	40.53	44.28
每股经营现金净流 (元)	6.29	10.75	8.05	19.11	3.00
每股股利 (元)	3.78	3.78	5.27	6.20	7.28
<b>回报率</b>					
净资产收益率	23.41%	23.32%	23.83%	24.27%	24.90%
总资产收益率	18.32%	19.05%	19.79%	17.06%	20.23%
投入资本收益率	159.06%	140.60%	248.97%	223.22%	-226.86%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	11.72%	12.58%	11.45%	10.60%	10.21%
EBIT增长率	14.43%	12.15%	13.47%	11.95%	12.16%
净利润增长率	14.17%	13.19%	12.95%	11.90%	12.06%
总资产增长率	12.60%	8.33%	8.76%	29.83%	-5.50%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	73.0	72.1	70.7	69.5	67.5
应付账款周转天数	125.3	143.9	134.6	139.2	136.9
固定资产周转天数	26.6	22.7	19.3	16.0	13.2
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-98.63%	-96.17%	-121.19%	-100.30%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-17.4	-16.0	-17.4	-17.6	-17.9
资产负债率	23.59%	20.00%	18.04%	30.11%	18.61%

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：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）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。