

事件：公司于 10 月 30 日发布 2024 年三季报，24 年 Q1-3 公司累计实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 679.16/249.31/284.33 亿元，同比 +8.60%/+9.19%/+9.19%。其中单 24Q3 实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 172.68/58.74/58.94 亿元，同比 +1.39%/+1.34%/+1.61%，单季度增速大幅回落，主要系双节行业整体动销承压叠加千元价格带礼赠需求收缩。24Q3 期末合同负债 70.72 亿元，较 23 年末 +2.08 亿元，单 Q3 期内环比 -10.85 亿元。24Q3 销售收现 282.11 亿元，同比 +18.07%，增速远超同期营收，且同期应收账款融资减少 65 亿元，或与年初经销商回款的银行承兑汇票到期兑现有关。

三大主品运营有序，直销渠道占比提升增厚利润。产品端：普五全年控量的背景下价盘稳定；1618 和低度通过“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，持续贡献增量；经典五粮液焕新上市拉升品牌调性。**渠道端：**坚持“优商、扶商、强商”的思路，持续稳步推进“三店一家”工程建设，同时发力宴席活动，抢抓宴席场景消费机会，上半年宴席活动服务消费者近 300 万人次。

结构优化提升毛利，旺季市场投放增加压制净利率水平。毛利率：24Q1-3/24Q3 分别为 77.06%/76.17%，同比 +1.20/+2.77pcts，预计毛利率显著提升来自产品结构升级；**费用率方面：**公司 24Q1-3 销售/管理费用率分别为 11.47%/3.58%，同比 +1.51/-0.26pcts，24Q3 分别为 14.03%/4.01%，同比 +2.83/+0.22pcts，年内广宣等市场费用投放有所增加。24Q1-3/24Q3 税金及附加/营收分别同比 -0.11/-0.03pcts；**归母净利率：**24Q1-3/24Q3 分别为 36.71%/34.02%，同比 +0.20/-0.02pcts。

未来三年每年分红率不低于 70%+200 亿托底，对应 24 年 4%股息率。公司发布《24-26 年度股东回报规划》，承诺“未来三年每年现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 70%，且不低于 200 亿元(含税)”。我们认为：①22、23 年五粮液历史分红率分别为 55%/60%，70%的分红率较近两年分红水平有显著提升，对应 24 年 4%股息率；②承诺每分红“不低于 200 亿元”托底，22/23 年分红金额分别 146.80/181.27 亿元，在白酒产业结构周期调整下，彰显公司经营信心和管理层魄力。公司维护股东权益、提高股东回报的行为，有望提振市场信心。

投资建议：公司聚焦“抓动销、稳价格、提费效、转作风”，持续强化品牌和渠道建设，预计公司 24-26 年分别实现归母净利润 327/344/361 亿元，同比 8.3%/5.2%/4.9%，当前股价对应 PE 分别为 18/17/16 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：税收等产业政策调整的不确定性风险；供需不均衡导致的批发价格波动风险；千元价格带竞争加剧；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	83,272	89,675	94,538	99,063
增长率(%)	12.6	7.7	5.4	4.8
归属母公司股东净利润(百万元)	30,211	32,723	34,429	36,108
增长率(%)	13.2	8.3	5.2	4.9
每股收益(元)	7.78	8.43	8.87	9.30
PE	19	18	17	16
PB	4.5	4.0	3.6	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

148.80 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

- 五粮液 (000585.SZ) 2024 年中报点评：业绩稳健增长 盈利水平抬升-2024/08/29
- 五粮液 (000858.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：稳中提质，关注营销执行落地-2024/04/29
- 五粮液 (000858.SZ) 2023 年三季报点评：经营环比提速，现金流表现亮眼-2023/10/29
- 五粮液 (000858.SZ) 2023 年中报点评：淡季增速放缓，立足高质量发展-2023/08/28
- 五粮液 (000858.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩稳健增长，现金流优异-2023/05/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	83,272	89,675	94,538	99,063
营业成本	20,157	20,533	22,201	23,773
营业税金及附加	12,532	12,904	13,738	14,166
销售费用	7,796	9,147	9,454	9,708
管理费用	3,319	3,049	2,931	3,071
研发费用	322	332	350	367
EBIT	39,472	44,065	46,239	48,371
财务费用	-2,473	-1,364	-1,554	-1,749
资产减值损失	-4	-4	-4	-5
投资收益	58	62	65	69
营业利润	42,004	45,489	47,856	50,186
营业外收支	-91	-91	-91	-91
利润总额	41,913	45,398	47,765	50,095
所得税	10,392	11,256	11,843	12,421
净利润	31,521	34,142	35,922	37,674
归属于母公司净利润	30,211	32,723	34,429	36,108
EBITDA	40,454	45,152	47,496	49,674

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	115,456	131,140	147,427	164,407
应收账款及票据	43	45	48	50
预付款项	169	173	187	200
存货	17,388	17,708	19,146	20,502
其他流动资产	14,126	15,212	16,037	16,805
流动资产合计	147,182	164,278	182,845	201,964
长期股权投资	2,020	2,020	2,020	2,020
固定资产	5,190	7,564	8,814	9,647
无形资产	2,057	2,457	2,457	2,457
非流动资产合计	18,251	18,883	18,841	18,865
资产合计	165,433	183,162	201,686	220,828
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	9,597	9,776	10,570	11,318
其他流动负债	23,087	24,448	25,892	27,269
流动负债合计	32,683	34,224	36,461	38,587
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	400	573	573	573
非流动负债合计	400	573	573	573
负债合计	33,084	34,797	37,035	39,161
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
少数股东权益	2,791	4,210	5,703	7,269
股东权益合计	132,349	148,364	164,651	181,668
负债和股东权益合计	165,433	183,162	201,686	220,828

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.58	7.69	5.42	4.79
EBIT 增长率	12.54	11.64	4.93	4.61
净利润增长率	13.19	8.32	5.21	4.88
盈利能力 (%)				
毛利率	75.79	77.10	76.52	76.00
净利润率	36.28	36.49	36.42	36.45
总资产收益率 ROA	18.26	17.87	17.07	16.35
净资产收益率 ROE	23.32	22.70	21.66	20.70
偿债能力				
流动比率	4.50	4.80	5.01	5.23
速动比率	3.54	3.83	4.05	4.26
现金比率	3.53	3.83	4.04	4.26
资产负债率 (%)	20.00	19.00	18.36	17.73
经营效率				
应收账款周转天数	0.17	0.18	0.18	0.18
存货周转天数	297.98	307.66	298.81	300.21
总资产周转率	0.52	0.51	0.49	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	7.78	8.43	8.87	9.30
每股净资产	33.38	37.14	40.95	44.93
每股经营现金流	10.75	9.00	9.58	10.05
每股股利	4.67	5.06	5.32	5.58
估值分析				
PE	19	18	17	16
PB	4.5	4.0	3.6	3.3
EV/EBITDA	11.21	10.04	9.55	9.13
股息收益率 (%)	3.14	3.40	3.58	3.75

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	31,521	34,142	35,922	37,674
折旧和摊销	982	1,087	1,256	1,302
营运资金变动	9,402	-219	-48	-18
经营活动现金流	41,742	34,935	37,180	39,005
资本开支	-2,955	-1,666	-912	-1,024
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-2,932	-1,049	-847	-955
股权募资	23	0	0	0
债务募资	0	343	0	0
筹资活动现金流	-16,300	-18,203	-20,046	-21,070
现金净流量	22,511	15,684	16,287	16,980

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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、咨询服务等相关服务，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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026