

# 五粮液 (000858.SZ)

## 第三季度报表质量较高，规划分红率不低于 70%

优于大市

### 核心观点

**2024 年第三季度公司收入同比+8.60%，净利润同比+9.19%。**公司发布第三季度报，2024 前三季度公司实现营业总收入 679.16 亿元，同比+8.60%；实现归母净利润 249.31 亿元，同比+9.19%。其中 2024 年第三季度实现营业总收入 172.68 亿元，同比+1.39%；实现归母净利润 58.74 亿元，同比+1.34%。第三季度淡季叠加双节需求下降，业绩增速放缓；行业底部承诺分红规划，2024-26 年年度现金分红率不低于 70%且不低于 200 亿元，提振投资信心。

**2024 年第三季度收入增速符合行业动销体感，预计 1618 增速高于平均。**分产品看，单 Q3 第八代五粮液继续控量，预计销量同比下降，吨价有所提升（专卖店及小商按照 1019 元打款）；五粮液 1618 仍实现稳健增长但增速环比 H1 放缓，双节旺季加大开瓶红包力度拉升终端氛围；系列酒预计同比负增长，五粮春高基数下收入下滑，尖庄坚持聚焦、砍掉大量 SKU 影响收入。

**成本端优化驱动毛利率提升，对冲费用率增加影响。**2024Q3 毛利率同比+2.77pcts，主因 1) Q3 酒类产品收入占比提升，低毛利的玻瓶等业务收入下滑减少利润拖累；2) 今年以来公司上游成本管理显著优化，趋势延续；3) 系列酒下滑，产品结构有所改善。Q3 销售费用率同比+2.83pcts，下半年以来行业需求进一步走弱，公司积极反哺渠道、保证经销商合理利润；管理费用率同比+0.22pcts，综合净利率同比-0.02pct。

**现金流表现优于收入端，经营质量较高。**2024 年第三季度公司经营性现金流 163.66 亿元/同比+48.0%，销售收现 282.11 亿元/同比+18.7%，现金流表现优于收入端；截至第三季度末合同负债 70.72 亿元/环比下降 10.85 亿元，主要系 9 月底部分大商对于 1019 元回款仍持观望态度，打款进度减慢。节后四季度营销工作会议公司调整、优化返利政策，呵护经销商利润，预计后续仍有较高的渠道打款积极性。

**分红率指引积极，回报股东、提振信心。**公司发布 3 年股东回报规划，承诺 2024-2026 年现金分红比例不低于 70%且不低于 200 亿元（含税），每年度现金可按年度/中期/特别分红的形式分一次或多次，按照 2024 年盈利预测对应当前股息率 3.96%。

**盈利预测与估值：**需求承压背景下公司根据市场需求调整产品投放结构，第八代五粮液坚持控量战略，反哺渠道维护经销商合理利润；当前公司库存水位较低，明年收入出现大幅降速的风险不大。略下调此前预测，预计 2024-2026 年公司营业总收入 891.68/965.55/1043.37 亿元，同比+7.1%/+8.3%/+8.1%（前值为+11%/+10.4%/+10.6%）；预计归母净利润 326.69/358.58/394.98 亿元，同比+8.1%/+9.8%/+10.2%（前值为+12%/+11.2%/+12.1%），当前股价对应 2024/2025 年 17.7/16.1xP/E，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	89,168	96,555	104,337
(+/-%)	11.7%	12.6%	7.1%	8.3%	8.1%
净利润(百万元)	26691	30211	32669	35858	39498
(+/-%)	14.2%	13.2%	8.1%	9.8%	10.2%
每股收益(元)	6.88	7.78	8.42	9.24	10.18
EBIT Margin	47.1%	46.9%	47.5%	48.2%	49.1%
净资产收益率 (ROE)	23.4%	23.3%	22.9%	22.9%	23.2%
市盈率 (PE)	21.6	19.1	17.68	16.1	14.6
EV/EBITDA	17.4	15.4	14.3	13.0	11.8
市净率 (PB)	5.07	4.46	4.05	3.70	3.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究 · 财报点评

#### 食品饮料 · 白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

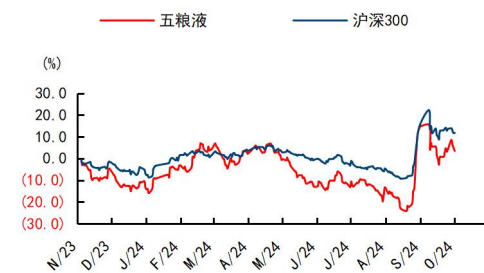
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn  
S0980523090001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	146.83 元
总市值/流通市值	569937/569924 百万元
52 周最高价/最低价	178.76/106.33 元
近 3 个月日均成交额	3840.94 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《五粮液 (000858.SZ) - 第二季度收入同比增长 10%，现金流反映厂商关系向好》——2024-08-29
- 《五粮液 (000858.SZ) - 节奏良好、战略清晰，传递稳健增长信心》——2024-07-01
- 《五粮液 (000858.SZ) - 品牌、产品底蕴深厚，千元龙头整装待发》——2024-05-27
- 《五粮液 (000858.SZ) - 一季度收入增长 12%，成本端持续精益优化》——2024-05-04
- 《五粮液 (000858.SZ) - 提价初显成效，建议重点配置》——2024-03-21

**2024年第三季度公司收入同比+8.60%，净利润同比+9.19%。**公司发布第三季度报，2024前三季度公司实现营业总收入 679.16 亿元，同比+8.60%；实现归母净利润 249.31 亿元，同比+9.19%。其中 2024 年第三季度实现营业总收入 172.68 亿元，同比+1.39%；实现归母净利润 58.74 亿元，同比+1.34%。第三季度淡季叠加双节需求下降，业绩增速放缓；行业底部承诺分红规划，2024-26 年年度现金分红率不低于 70%且不低于 200 亿元，提振投资信心。

**2024年第三季度收入增速符合行业动销体感，预计 1618 增速高于平均。**分产品看，单 Q3 第八代五粮液继续控量，预计销量同比下降，吨价有所提升（专卖店及小商按照 1019 元打款）；五粮液 1618 仍实现稳健增长但增速环比 H1 放缓，双节旺季加大开瓶红包力度拉升终端氛围；系列酒预计同比负增长，五粮春高基数下收入下滑，尖庄坚持聚焦、砍掉大量 SKU 影响收入。

**成本端优化驱动毛利率提升，对冲费用率增加影响。**2024Q3 毛利率同比+2.77pcts，主因 1) Q3 酒类产品收入占比提升，低毛利的玻瓶等业务收入下滑减少利润拖累；2) 今年以来公司上游成本管理显著优化，趋势延续；3) 系列酒下滑，产品结构有所改善。Q3 销售费用率同比+2.83pcts，下半年以来行业需求进一步走弱，公司积极反哺渠道、保证经销商合理利润；管理费用率同比+0.22pcts，综合净利率同比-0.02pct。

**现金流表现优于收入端，经营质量较高。**2024 年第三季度公司经营性现金流 163.66 亿元/同比+48.0%，销售收现 282.11 亿元/同比+18.7%，现金流表现优于收入端；截至第三季度末合同负债 70.72 亿元/环比下降 10.85 亿元，主要系 9 月底部分大商对于 1019 元回款仍持观望态度，打款进度减慢。节后四季度营销工作会议公司调整、优化返利政策，呵护经销商利润，预计后续仍有较高的渠道打款积极性。

**分红率指引积极，回报股东、提振信心。**公司发布 3 年股东回报规划，承诺 2024-2026 年现金分红比例不低于 70%且不低于 200 亿元（含税），每年度现金可按年度/中期/特别分红的形式分一次或多次，按照 2024 年盈利预测对应当前股息率 3.96%。

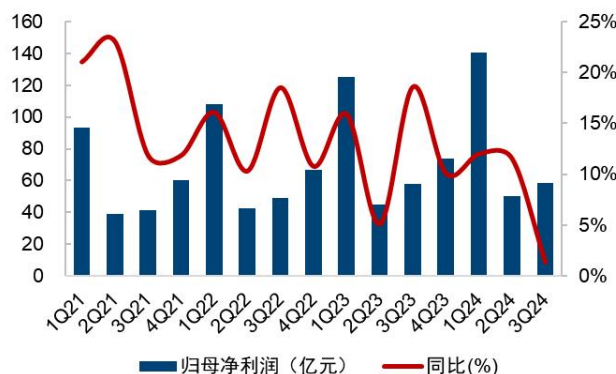
**盈利预测与估值：**需求承压背景下公司根据市场需求调整产品投放结构，第八代五粮液坚持控量战略，反哺渠道维护经销商合理利润；当前公司库存水位较低，明年收入出现大幅降速的风险不大。略下调此前预测，预计 2024-2026 年公司营业总收入 891.68/965.55/1043.37 亿元，同比+7.1%/+8.3%/+8.1%（前值为+11%/+10.4%/+10.6%）；预计归母净利润 326.69/358.58/394.98 亿元，同比+8.1%/+9.8%/+10.2%（前值为+12%/+11.2%/+12.1%），当前股价对应 2024/2025 年 17.7/16.1xP/E，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



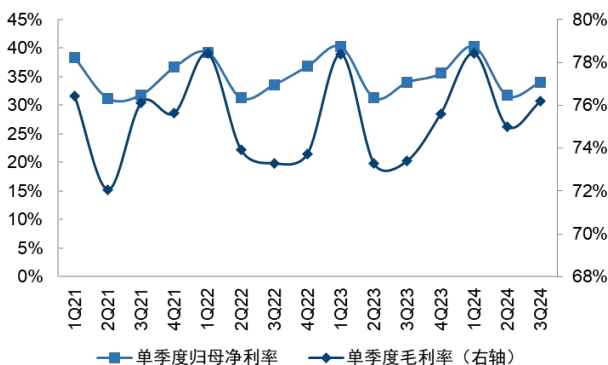
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



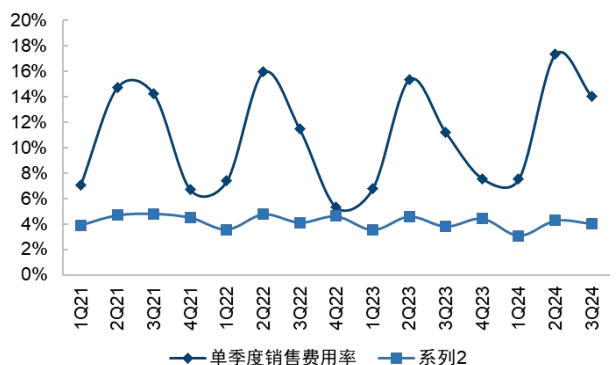
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 五粮液盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	83,272	92,439	102,054	89,168	96,555	-3.5%	-5.4%
收入同比增速%	12.6%	11.0%	10.4%	7.1%	8.3%	-3.93pcts	-2.12pcts
毛利率%	75.8%	76.1%	76.5%	76.4%	77.6%	0.36pcts	1.12pcts
销售费用率%	75.8%	9.6%	9.5%	9.6%	10.0%	0.02pcts	0.46pcts
管理费用率%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	0pcts	-0.04pcts
归母净利润 (百万元)	30,211	33,832	37,632	32,669	35,858	-3.4%	-4.7%
归母净利润同比增速%	13.2%	12.0%	11.2%	8.1%	9.8%	-3.85pcts	-1.47pcts
净利率%	36.3%	36.6%	36.9%	36.6%	37.1%	0.04pcts	0.26pcts
EPS (元)	7.78	8.72	9.70	8.42	9.24	-3.4%	-4.7%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/10/30	2024/10/30	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,532	19,245	862.4	970.3	22.3	19.8		
000858.SZ	五粮液	优于大市	149	5,776	326.7	358.6	17.7	16.1		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	137	2,014	151.9	174.1	13.3	11.6		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	197	2,405	128.6	153.5	18.7	15.7		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	85	1,275	102.3	108.3	12.5	11.8		

000799.SZ	酒鬼酒	中性	52	168	3.7	4.3	45.4	38.9
600702.SH	舍得酒业	中性	64	212	10.9	11.9	19.4	17.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	186	985	58.5	71.7	16.8	13.7
603589.SH	口子窖	优于大市	39	235	18.3	20.1	12.9	11.7
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	61	488	28.4	34.3	17.2	14.2
603369.SH	今世缘	优于大市	44	551	38.0	45.9	14.5	12.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除五粮液外公司采用 Wind 一致预期

## 风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	92358	115456	129900	136707	153350	<b>营业收入</b>	<b>73969</b>	<b>83272</b>	<b>89168</b>	<b>96555</b>	<b>104337</b>
应收款项	187	82	156	169	183	营业成本	18178	20157	21024	21607	22279
存货净额	15981	17388	18156	18908	19879	营业税金及附加	10749	12532	12840	14001	15337
其他流动资产	29040	14256	17582	24492	21634	销售费用	6844	7796	8560	9656	10225
<b>流动资产合计</b>	<b>137566</b>	<b>147182</b>	<b>165795</b>	<b>180277</b>	<b>195046</b>	管理费用	3132	3393	4084	4427	4830
固定资产	9086	10813	13307	15756	17961	研发费用	236	322	345	373	403
无形资产及其他	519	2057	1976	1894	1813	财务费用	(2026)	(2473)	(3061)	(3322)	(3617)
投资性房地产	3558	3360	3360	3360	3360	投资收益	93	58	83	78	73
长期股权投资	1986	2020	2077	2123	2168	资产减值及公允价值变动	26	4	13	14	10
<b>资产总计</b>	<b>152715</b>	<b>165433</b>	<b>186515</b>	<b>203410</b>	<b>220348</b>	其他收入	(36)	75	(345)	(373)	(403)
短期借款及交易性金融负债	376	15	250	213	159	营业利润	37174	42004	45472	49906	54962
应付款项	8135	9597	9128	9868	10384	营业外净收支	(71)	(91)	(81)	(86)	(83)
其他流动负债	27249	23072	30599	32482	34319	<b>利润总额</b>	<b>37104</b>	<b>41913</b>	<b>45391</b>	<b>49820</b>	<b>54879</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>35759</b>	<b>32683</b>	<b>39977</b>	<b>42563</b>	<b>44862</b>	所得税费用	9133	10392	11302	12405	13665
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1280	1310	1419	1557	1716
其他长期负债	271	400	449	394	395	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>26691</b>	<b>30211</b>	<b>32669</b>	<b>35858</b>	<b>39498</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>271</b>	<b>400</b>	<b>449</b>	<b>394</b>	<b>395</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>36031</b>	<b>33084</b>	<b>40426</b>	<b>42957</b>	<b>45257</b>	<b>净利润</b>	26691	30211	32669	35858	39498
少数股东权益	2659	2791	3464	4202	5015	资产减值准备	15	(22)	(2)	(1)	(1)
股东权益	114025	129558	142626	156252	170076	折旧摊销	505	515	854	1226	1466
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>152715</b>	<b>165433</b>	<b>186515</b>	<b>203410</b>	<b>220348</b>	公允价值变动损失	(26)	(4)	(13)	(14)	(10)
						财务费用	(2026)	(2473)	(3061)	(3322)	(3617)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(4403)	11071	2938	(5108)	4228
每股收益	6.88	7.78	8.42	9.24	10.18	其它	657	643	674	739	813
每股红利	3.27	4.09	5.05	5.73	6.61	<b>经营活动现金流</b>	<b>23438</b>	<b>42414</b>	<b>37121</b>	<b>32700</b>	<b>45996</b>
每股净资产	29.38	33.38	36.74	40.25	43.82	资本开支	0	(2150)	(3254)	(3579)	(3579)
ROIC	25.90%	25.51%	26%	28%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	23.41%	23.32%	23%	23%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(75)</b>	<b>(2184)</b>	<b>(3311)</b>	<b>(3625)</b>	<b>(3625)</b>
毛利率	75%	76%	76%	78%	79%	权益性融资	0	23	0	0	0
EBIT Margin	47%	47%	47%	48%	49%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	48%	48%	48%	49%	51%	支付股利、利息	(12681)	(15894)	(19602)	(22232)	(25674)
收入增长	12%	13%	7%	8%	8%	其它融资现金流	12022	14634	236	(37)	(54)
净利润增长率	14%	13%	8%	10%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(13341)</b>	<b>(17132)</b>	<b>(19366)</b>	<b>(22268)</b>	<b>(25728)</b>
资产负债率	25%	22%	24%	23%	23%	<b>现金净变动</b>	<b>10022</b>	<b>23098</b>	<b>14444</b>	<b>6807</b>	<b>16643</b>
股息率	2.2%	2.8%	3.4%	3.8%	4.4%	货币资金的期初余额	82336	92358	115456	129900	136707
P/E	21.6	19.1	17.7	16.1	14.6	货币资金的期末余额	92358	115456	129900	136707	153350
P/B	5.1	4.5	4.0	3.7	3.4	企业自由现金流	0	38820	32317	27455	40613
EV/EBITDA	17.4	15.4	14.3	13.0	11.8	权益自由现金流	0	53454	34851	29913	43276

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032