

业绩增速放缓，进一步提升股东回报

核心观点

- 公司发布 2024 年三季报，前三季度实现营业收入 679.2 亿元，同比+8.6%；实现归母净利润 249.3 亿元，同比+9.2%。单三季度来看，公司实现营业收入 172.7 亿元（+1.4%），实现归母净利润 58.7 亿元（+1.3%）。
- **消费疲软，预计普五增速放缓。**公司第三季度收入、利润增速环比上半年放缓，预计因宏观经济低迷、消费疲软，双节动销放缓；叠加普五 Q3 步入提价时间点，预计普五同比增速降至持平或略负，1618、低度普五低基数、高投入下增速快于平均。截至 24Q3 末，公司合同负债为 70.7 亿元，同比+79%，环比-13%，Q3 收入+合同负债变化为 162 亿（yoy-7%）。24Q3，公司单季收现 282 亿（yoy+19%），现金流良好。
- **毛利率继续上移，盈利水平稳定。**24 年前三季度，公司毛利率为 77.1%（yoy+1.2pct），销售/管理费用率为 11.5%/3.6%，分别同比+1.5pct/-0.3pct，销售净利率为 38.2%（yoy+0.1pct）。24Q3，公司毛利率为 76.2%（yoy+2.8pct），预计因中高档产品占比提升；销售费用率同比+2.8pct，预计因双节期间公司加大营销力度，以及收入增速放缓导致费用率被动提升；24Q3，公司销售净利率为 35.4%（yoy-0.1pct）。
- **保障股东回报，分红率近 3.5%。**公司发布《股东回报规划》，提出 2024-2026 年度每年现金分红占当年归母净利润比例不低于 70%，且不低于 200 亿元（含税），且每年度分红可分一次或多次实施。公司积极提升股东回报，有力保障股东利益；若以 200 亿计算，当前股息率接近 3.5%，投资安全边际较充足。公司积极布局多元化产品体系，有效提升抗风险能力；伴随宏观经济利好政策频发，公司作为知名高端酒品牌之一，有望深度受益。

盈利预测与投资建议

- 根据三季报，对 24-26 年下调收入，我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 8.58、9.70、10.86 元（原预测为 8.80、9.95、11.14 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2024 年的 22 倍市盈率，对应目标价为 188.76 元，维持买入评级。

风险提示：经济复苏不及预期、渠道利润弱化、价格不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	90,723	101,502	112,340
同比增长(%)	11.7%	12.6%	8.9%	11.9%	10.7%
营业利润(百万元)	37,174	42,004	46,008	52,018	58,230
同比增长(%)	14.2%	13.0%	9.5%	13.1%	11.9%
归属母公司净利润(百万元)	26,690	30,211	33,307	37,662	42,163
同比增长(%)	14.2%	13.2%	10.2%	13.1%	12.0%
每股收益(元)	6.88	7.78	8.58	9.70	10.86
毛利率(%)	75.4%	75.8%	75.4%	75.7%	76.0%
净利率(%)	36.1%	36.3%	36.7%	37.1%	37.5%
净资产收益率(%)	25.0%	24.8%	22.8%	20.7%	19.0%
市盈率	21.4	18.9	17.1	15.1	13.5
市净率	5.0	4.4	3.5	2.8	2.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年10月31日）	146.83 元
目标价格	188.76 元
52 周最高价/最低价	178.76/106.33 元
总股本/流通 A 股（万股）	388,161/388,153
A 股市值（百万元）	569,937
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024 年 11 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.25	-9.65	15.74	-2.38
相对表现%	1.21	-6.49	2.7	-11.3
沪深 300%	-0.96	-3.16	13.04	8.92



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006

相关报告

合同负债表现亮眼，目标任务双过半	2024-08-30
23 年圆满收官，普五批价有望向好	2024-05-11
核心大单品提价落地，出厂价迈入千元时代：——五粮液提价点评	2024-02-02

投资建议

根据三季报，对 24-26 年下调收入，我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 8.58、9.70、10.86 元（原预测为 8.80、9.95、11.14 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2024 年的 22 倍市盈率，对应目标价为 188.76 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	600519	1527.79	68.65	77.24	86.41	22.25	19.78	17.68
泸州老窖	000568	135.51	10.28	11.76	13.46	13.18	11.53	10.07
山西汾酒	600809	200.90	10.50	12.45	14.64	19.14	16.14	13.73
古井贡酒	000596	188.41	11.00	13.38	16.02	17.12	14.08	11.76
水井坊	600779	41.62	2.87	3.21	3.64	14.52	12.96	11.43
洋河股份	002304	80.39	6.75	7.12	7.68	11.91	11.29	10.47
酒鬼酒	000799	50.58	1.10	1.29	1.49	46.17	39.34	33.88
天佑德酒	002646	10.01	0.19	0.27	0.36	51.95	36.79	27.70
调整后平均						22	19	15

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2024 年 10 月 31 日收盘价）

风险提示

- **经济复苏不及预期风险。**若经济复苏不及预期，可能导致商务宴席场景复苏较慢，进而影响普五动销，可能对公司营收、估值造成不利影响。
- **渠道利润弱化风险。**五粮液对标茅台同为一线名酒，若出厂价上行而终端价下降，经销商盈利情况将显著低于竞品。如果渠道利润弱化，可能对渠道推力和一批商、终端商销售意愿产生负面影响。
- **价格不及预期风险。**公司采取控量挺价政策减少供应量调整市场供求关系，从而实现价格的稳定上扬。如果公司在控量保价方面不及预期，可能会对公司品牌力及当期收入利润造成负面影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能会对公司的销量及业绩造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	92,358	115,456	147,167	181,200	218,033	营业收入	73,969	83,272	90,723	101,502	112,340
应收票据、账款及款项融资	29,060	14,129	13,655	15,684	20,025	营业成本	18,178	20,157	22,334	24,644	26,960
预付账款	136	169	185	207	229	营业税金及附加	10,749	12,532	13,155	14,718	16,289
存货	15,981	17,388	19,266	21,259	23,256	营业费用	6,844	7,796	8,537	9,501	10,515
其他	31	40	43	48	53	管理费用及研发费用	3,304	3,641	3,967	4,438	4,912
流动资产合计	137,566	147,182	180,316	218,397	261,597	财务费用	(2,026)	(2,473)	(2,888)	(3,612)	(4,392)
长期股权投资	1,986	2,020	2,020	2,020	2,020	资产、信用减值损失	28	5	14	16	11
固定资产	5,311	5,188	9,417	12,857	15,779	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	3,771	5,621	4,744	4,306	4,086	投资净收益	93	58	50	67	58
无形资产	519	2,057	1,936	1,815	1,694	其他	190	332	354	154	129
其他	3,659	3,364	3,360	3,682	3,891	营业利润	37,174	42,004	46,008	52,018	58,230
非流动资产合计	15,246	18,251	21,477	24,681	27,471	营业外收入	39	45	50	50	50
资产总计	152,812	165,433	201,793	243,078	289,068	营业外支出	110	136	90	90	90
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	37,104	41,913	45,968	51,978	58,190
应付票据及应付账款	8,135	9,597	10,633	11,733	12,835	所得税	9,134	10,392	11,216	12,683	14,198
其他	27,624	23,087	23,688	24,579	25,474	净利润	27,970	31,521	34,752	39,295	43,992
流动负债合计	35,759	32,683	34,321	36,312	38,310	少数股东损益	1,280	1,310	1,444	1,633	1,829
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	26,690	30,211	33,307	37,662	42,163
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	6.88	7.78	8.58	9.70	10.86
其他	366	400	371	370	370						
非流动负债合计	366	400	371	370	370	主要财务比率					
负债合计	36,125	33,084	34,692	36,681	38,680		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	2,659	2,791	4,236	5,869	7,698	成长能力					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	营业收入	11.7%	12.6%	8.9%	11.9%	10.7%
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683	营业利润	14.2%	13.0%	9.5%	13.1%	11.9%
留存收益	107,464	122,994	156,301	193,963	236,126	归属于母公司净利润	14.2%	13.2%	10.2%	13.1%	12.0%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	116,687	132,349	167,101	206,396	250,388	毛利率	75.4%	75.8%	75.4%	75.7%	76.0%
负债和股东权益总计	152,812	165,433	201,793	243,078	289,068	净利率	36.1%	36.3%	36.7%	37.1%	37.5%
						ROE	25.0%	24.8%	22.8%	20.7%	19.0%
						ROIC	24.2%	23.8%	21.8%	19.6%	17.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	23.6%	20.0%	17.2%	15.1%	13.4%
净利润	27,970	31,521	34,752	39,295	43,992	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	45	239	738	1,061	1,299	流动比率	3.85	4.50	5.25	6.01	6.83
财务费用	(2,026)	(2,473)	(2,888)	(3,612)	(4,392)	速动比率	3.40	3.97	4.69	5.43	6.22
投资损失	(93)	(58)	(50)	(67)	(58)	营运能力					
营运资金变动	(3,252)	10,835	230	(2,058)	(4,368)	应收账款周转率	1,481.1	2,126.1	2,036.2	2,062.1	2,051.5
其它	1,787	1,679	(127)	(399)	(222)	存货周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
经营活动现金流	24,431	41,742	32,654	34,221	36,251	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
资本支出	(722)	(3,360)	(3,867)	(3,867)	(3,867)	每股指标(元)					
长期投资	(75)	(34)	0	0	0	每股收益	6.88	7.78	8.58	9.70	10.86
其他	(919)	462	50	67	58	每股经营现金流	6.29	10.75	8.41	8.82	9.34
投资活动现金流	(1,716)	(2,932)	(3,817)	(3,800)	(3,809)	每股净资产	29.38	33.38	41.96	51.66	62.52
债权融资	(9)	(374)	(15)	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	21.4	18.9	17.1	15.1	13.5
其他	(13,097)	(15,926)	2,888	3,612	4,392	市净率	5.0	4.4	3.5	2.8	2.3
筹资活动现金流	(13,105)	(16,300)	2,874	3,612	4,392	EV/EBITDA	12.9	11.4	10.4	9.2	8.2
汇率变动影响	0	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.9	11.5	10.5	9.4	8.4
现金净增加额	9,609	22,511	31,711	34,032	36,834						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。