

高质量增长延续

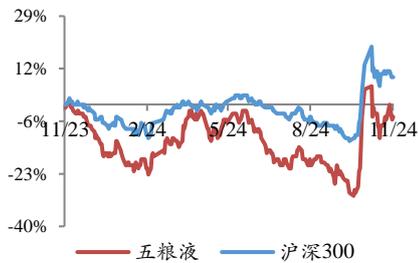
——五粮液 2024Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-01

收盘价（元）	147.92
近 12 个月最高/最低（元）	178.76/106.33
总股本（百万股）	3,882
流通股本（百万股）	3,882
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	5,742
流通市值（亿元）	5,742

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

公司发布 2024Q3 业绩：

- 24Q3：营收 172.68 亿元 (+1.39%)，归母净利润 58.74 亿元 (+1.34%)，扣非归母净利润 58.94 亿元 (+1.61%)。
- 24Q1-3：营收 679.16 亿元 (+8.60%)，归母净利润 249.31 亿元 (+9.19%)，扣非归母净利润 248.33 亿元 (+9.19%)。

24Q3 符合市场预期。

收入：1618/低度高增延续

- 我们预计公司 24Q3 延续今年产品策略，普五持续控货挺价，量减价增，同比或有所下滑；1618/低度在扫码红包+宴席活动支持下，量增优先，贡献主要营收增量，预计同比延续高增趋势。
- 报表质量看，24Q3 公司营收+ Δ 合同负债同比下降 6.62%，与经营节奏基本匹配，同期销售收现同比增长 18.70%，快于营收增速，经销商回款意愿充足。

利润：费效比大幅优化

- 24Q3 公司毛利率同比增长 2.76pct 至 76.17%，主因普五出厂价提升至 1018 元/瓶，叠加系列酒延续产品结构升级趋势。同期，销售/管理费率分别同比上升 2.83/0.22pct，主因公司加大费用投放力度以应对需求低迷。综上，24Q3 公司净利率同比降低 0.07pct 至 35.41%，保持稳定。

3 年分红：稳定预期提高信心

- 24-26 年度，公司拟每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不高于 70%，且不低于 200 亿元。据此测算当前股息率约 3.5%（对应 200 亿元分红总额）-4.0%（对应 24 年盈利预测）。

投资建议：维持“买入”

我们的观点：

短期看，公司突出的品牌力在市场规模增长放缓下，优势明显；同时，公司通过补贴政策，保证渠道利润空间，经销商打款积极性有望延续。长期看，公司保持战略定力，普五价格体系稳定优先于短期增长，中长期增长潜力可期。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复较慢，我们略微下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营业总收入 902.1/974.1/1061.7 亿元（原值 923.8/1031.5/1147.5 亿元），分别同比增长 8.3%/8.0%/9.0%；实现归母净利润 328.2/356.1/391.7 亿元（原值

338.9/380.4/426.7 亿元), 分别同比增长 8.6%/8.5%/10.0%; 当前股价对应 PE 分别为 17/16/15 倍, 维持“买入”评级。

➤ **风险提示:**

行业景气度恢复不及预期, 市场竞争加剧, 食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	83272	90208	97411	106169
收入同比 (%)	12.6%	8.3%	8.0%	9.0%
归属母公司净利润	30211	32820	35614	39167
净利润同比 (%)	13.2%	8.6%	8.5%	10.0%
毛利率 (%)	75.8%	76.4%	76.6%	77.0%
ROE (%)	23.3%	22.2%	21.5%	21.2%
每股收益 (元)	7.78	8.46	9.17	10.09
P/E	18.03	17.49	16.12	14.66
P/B	4.20	3.89	3.46	3.11
EV/EBITDA	10.61	10.34	9.36	8.15

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 11 月 1 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	147182	166524	188035	209439	营业收入	83272	90208	97411	106169
现金	115456	129324	138264	155899	营业成本	20157	21282	22762	24368
应收账款	43	108	55	122	营业税金及附加	12532	13080	14125	15394
其他应收款	40	1464	160	430	销售费用	7796	9923	10813	11679
预付账款	169	255	273	292	管理费用	3319	3338	3604	3928
存货	17388	18083	18589	19317	财务费用	-2473	-2767	-3100	-3314
其他流动资产	14086	17290	30695	33377	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	18251	20627	23688	26709	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2020	2020	2020	2020	投资净收益	58	62	67	73
固定资产	5190	5511	5925	6418	营业利润	42004	45459	49324	54240
无形资产	2057	3655	5241	6811	营业外收入	45	52	52	52
其他非流动资产	8984	9440	10502	11459	营业外支出	136	110	110	110
资产总计	165433	187150	211723	236147	利润总额	41913	45401	49266	54182
流动负债	32683	34982	39737	43579	所得税	10392	11214	12169	13383
短期借款	0	0	0	0	净利润	31521	34187	37098	40799
应付账款	8864	2368	5219	4934	少数股东损益	1310	1367	1484	1632
其他流动负债	23819	32614	34518	38645	归属母公司净利润	30211	32820	35614	39167
非流动负债	400	400	400	400	EBITDA	40454	43031	46596	51332
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	7.78	8.46	9.17	10.09
其他非流动负债	400	400	400	400					
负债合计	33084	35383	40137	43979					
少数股东权益	2791	4159	5643	7275					
股本	3882	3882	3882	3882					
资本公积	2683	2683	2683	2683					
留存收益	122994	141045	159379	178329					
归属母公司股东权益	129558	147609	165943	184893					
负债和股东权益	165433	187150	211723	236147					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	41742	31413	29714	41341	成长能力				
净利润	31521	34187	37098	40799	营业收入	12.6%	8.3%	8.0%	9.0%
折旧摊销	982	401	439	480	营业利润	13.0%	8.2%	8.5%	10.0%
财务费用	11	4	4	4	归属于母公司净利	13.2%	8.6%	8.5%	10.0%
投资损失	-58	-62	-67	-73	获利能力				
营运资金变动	9402	-3175	-7817	74	毛利率 (%)	75.8%	76.4%	76.6%	77.0%
其他经营现金流	22003	37420	44972	40783	净利率 (%)	36.3%	36.4%	36.6%	36.9%
投资活动现金流	-2932	-2772	-3491	-3484	ROE (%)	23.3%	22.2%	21.5%	21.2%
资本支出	-2955	-2830	-3553	-3553	ROIC (%)	22.4%	21.1%	20.2%	19.9%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	24	58	63	69	资产负债率 (%)	20.0%	18.9%	19.0%	18.6%
筹资活动现金流	-16300	-14773	-17284	-20221	净负债比率 (%)	25.0%	23.3%	23.4%	22.9%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.50	4.76	4.73	4.81
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.97	4.24	4.26	4.36
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.51	0.49	0.47
其他筹资现金流	-16300	-14773	-17284	-20221	应收账款周转率	2126.07	1200.00	1200.00	1200.00
现金净增加额	22511	13868	8940	17635	应付账款周转率	2.50	3.79	6.00	4.80
					每股指标 (元)				
					每股收益	7.78	8.46	9.17	10.09
					每股经营现金流 (摊)	10.75	8.09	7.66	10.65
					每股净资产	33.38	38.03	42.75	47.63
					估值比率				
					P/E	18.03	17.49	16.12	14.66
					P/B	4.20	3.89	3.46	3.11
					EV/EBITDA	10.61	10.34	9.36	8.15

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。