

五粮液 (000858)

2024 年前三季度业绩点评: 边际降速, 节奏务实

买入 (维持)

2024 年 10 月 31 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

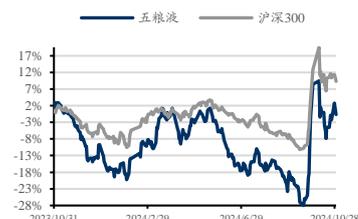
yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	73969	83272	90122	99638	110433
同比 (%)	11.72	12.58	8.23	10.56	10.83
归母净利润 (百万元)	26690	30211	32920	37066	41781
同比 (%)	14.17	13.19	8.97	12.59	12.72
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.88	7.78	8.48	9.55	10.76
P/E (现价&最新摊薄)	21.64	19.12	17.54	15.58	13.82

投资要点

- **事件:** 公司发布前三季度业绩报告, 24Q1~Q3 实现营收 679 亿元, 同比 +8.6%, 归母净利润 249 亿元, 同比 +9.2%。24Q3 营收 173 亿元, 同比 +1.4%, 归母净利润 58.7 亿元, 同比 +1.3%。
- **Q3 高基数下增速回落, 1618 保持相对引领。** Q3 收入/利润分别同比 +1.4%/1.3%, 1 是高基数扰动(23Q3 单季同比达 17%); 2 是 24Q3 中秋高端送礼需求遇冷, 动销环比承压。①普五 24 年明确经销配额只减不增, 目前回款进度 90%+, 部分区域已完成全年回款任务, Q3 中秋后出货节奏有所放缓, 预计对单季收入同比有一定拖累。②1618、低度持续培育终端消费氛围, 配合红包投放增强渠道推力, 主抓宴席开瓶场景, 预计前三季度分别兑现 20%+、10%左右收入增长。③经典五粮液成立平台公司后, 各地尚在招商筹备过程中, 预计年内收入贡献不大。
- **结构优化拉升毛利率, 费投增加盈利平稳。** 1) **收现端:** 24Q3 公司销售收现同比 +18.7%, 24Q3 公司收现比为 163%, 主系春节票据打款集中于 Q3 进行到期兑付。截至 24Q3 合同负债同比/环比分别 +31/-11 亿元, 收入 +Δ 预收同比 -7.9%, 主系普五提价背景下 H1 渠道打款进度偏快。2) **利润端:** 24Q3 公司净利率同比基本持平, 毛、销增幅互抵。①24Q3 毛利率同比 +2.8pct, 判断主系普五发货开始按 1019 新价格执行, 同时 1618 产品对价格也有拉高。②24Q3 销售费率同比 +2.8pct, 主系 1618、低度、系列酒现金红包保持大力度投放。③24Q3 管理费率 (含研发) 同比 +0.3pct, 保持相对平稳。
- **盈利预测与投资评级:** 年内普五动销保持稳健, 看好 24 年量价策略转变为中长期价格空间打好基础, 同期 1618、低度、文化酒等产品多点开花, 需求弱势环境下仍实现增量开拓。此外, 公司发布《24-26 年度股东回报规划》, 承诺 2024-2026 年度, 公司每年度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), 对应 24 年股息率下限为 3.5~4.0%, 进一步优化股东回报。我们调整 2024-2026 年归母净利润至 329、371、418 亿元 (前值 334.1/373.3/424.4 亿元), 同比 +9%/13%/13%, 当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 18/16/14X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、系列酒渠道管控不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	148.80
一年最低/最高价	106.33/178.76
市净率(倍)	4.24
流通 A 股市值(百万元)	577,571.05
总市值(百万元)	577,583.27

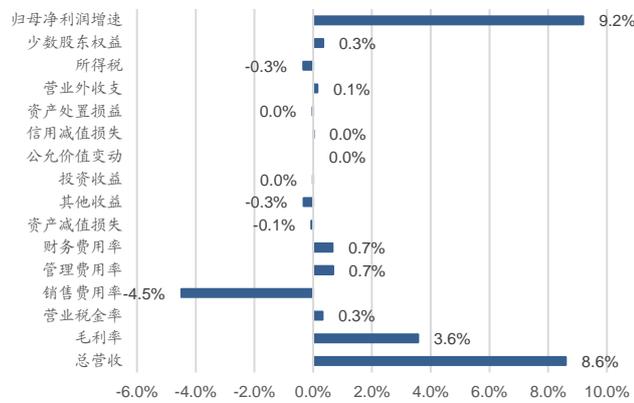
基础数据

每股净资产(元,LF)	35.13
资产负债率(% LF)	18.99
总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股(百万股)	3,881.53

相关研究

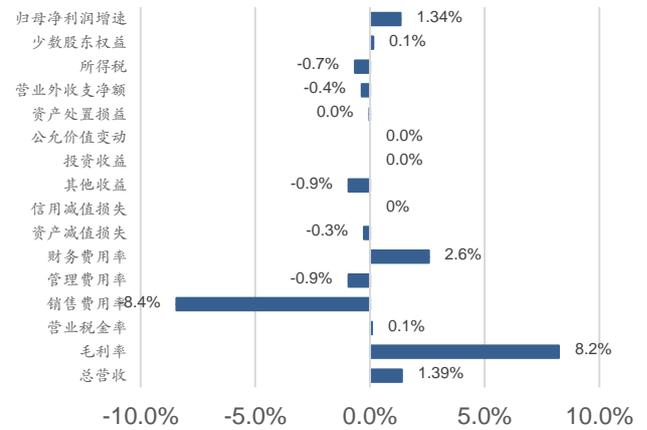
- 《五粮液(000858): 2024 年中报点评: 转作风革故鼎新, 强执行久久为功》
2024-08-29
- 《五粮液(000858): 2023 年报及 2024 年一季报点评: 溯流而上, 气象一新》
2024-04-29

图1: 24Q1~Q3 归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q3 归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	147,182	166,454	176,922	195,543	营业总收入	83,272	90,122	99,638	110,433
货币资金及交易性金融资产	115,456	120,332	128,640	144,979	营业成本(含金融类)	20,157	21,072	22,566	24,439
经营性应收款项	14,299	27,556	27,162	27,409	税金及附加	12,532	13,518	14,946	16,565
存货	17,388	18,530	21,075	23,109	销售费用	7,796	8,832	9,617	10,316
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,319	3,515	3,786	4,086
其他流动资产	40	37	45	47	研发费用	322	348	385	427
非流动资产	18,251	19,695	21,785	22,408	财务费用	(2,473)	(2,652)	(2,764)	(2,955)
长期股权投资	2,020	2,054	2,088	2,122	加:其他收益	331	264	282	322
固定资产及使用权资产	5,317	8,118	10,136	10,985	投资净收益	58	59	62	66
在建工程	5,623	3,829	2,983	1,705	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,057	2,598	3,278	4,198	减值损失	(5)	(13)	(15)	(11)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	1	1	2	2
长期待摊费用	163	163	163	163	营业利润	42,004	45,799	51,433	57,933
其他非流动资产	3,069	2,931	3,134	3,232	营业外净收支	(91)	(88)	(83)	(87)
资产总计	165,433	186,149	198,708	217,951	利润总额	41,913	45,711	51,350	57,846
流动负债	32,683	39,793	37,555	40,694	减:所得税	10,392	11,258	12,581	14,172
短期借款及一年内到期的非流动负债	15	250	213	159	净利润	31,521	34,453	38,769	43,674
经营性应付款项	9,614	9,512	6,449	8,443	减:少数股东损益	1,310	1,533	1,703	1,892
合同负债	6,864	13,697	13,540	13,441	归属母公司净利润	30,211	32,920	37,066	41,781
其他流动负债	16,190	16,334	17,353	18,651	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.78	8.48	9.55	10.76
非流动负债	400	400	400	400	EBIT	39,472	43,101	48,620	54,923
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	40,454	43,597	49,063	55,263
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.79	76.62	77.35	77.87
租赁负债	116	116	116	116	归母净利率(%)	36.28	36.53	37.20	37.83
其他非流动负债	285	285	285	285	收入增长率(%)	12.58	8.23	10.56	10.83
负债合计	33,084	40,193	37,956	41,095	归母净利润增长率(%)	13.19	8.97	12.59	12.72
归属母公司股东权益	129,558	141,632	154,725	168,937					
少数股东权益	2,791	4,324	6,027	7,919					
所有者权益合计	132,349	145,956	160,752	176,857					
负债和股东权益	165,433	186,149	198,708	217,951					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	41,742	27,206	34,194	44,271	每股净资产(元)	33.38	36.49	39.86	43.52
投资活动现金流	(2,932)	(2,189)	(2,439)	(986)	最新发行在外股份(百万股)	3,882	3,882	3,882	3,882
筹资活动现金流	(16,300)	(20,614)	(24,013)	(27,627)	ROIC(%)	23.79	23.30	23.88	24.52
现金净增加额	22,511	4,403	7,741	15,659	ROE-摊薄(%)	23.32	23.24	23.96	24.73
折旧和摊销	982	496	443	341	资产负债率(%)	20.00	21.59	19.10	18.86
资本开支	(2,955)	(2,131)	(2,377)	(917)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.12	17.54	15.58	13.82
营运资本变动	9,402	(8,008)	(4,943)	220	P/B (现价)	4.46	4.08	3.73	3.42

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>