

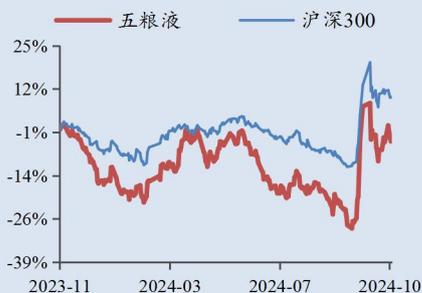
## 2024Q3 营收降速，加大分红提升股东回报

### ——五粮液（000858.SZ）2024年三季度报点评报告

#### 华龙证券研究所

投资评级：增持（维持）

#### 最近一年走势



#### 市场数据

2024年11月01日

当前价格（元）	147.92
52周价格区间（元）	106.33-178.76
总市值（百万元）	574,167.46
流通市值（百万元）	574,155.31
总股本（万股）	388,160.80
流通股（万股）	388,152.59
近一月换手（%）	19.33

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

#### 相关阅读

《业绩稳健增长，盈利能力提升—五粮液（000858.SZ）2024年半年报点评报告》2024.09.02

#### 事件：

2024年10月31日，公司发布2024年三季度报告。

2024Q3公司实现营业收入172.68亿元，同比增长1.39%；归母净利润58.74亿元，同比增长1.34%；扣非后归母净利润58.94亿元，同比增长1.61%。

2024Q1-Q3，公司实现营业收入679.16亿元，同比增长8.60%；归母净利润249.31亿元，同比增长9.19%；扣非后归母净利润248.33亿元，同比增长9.19%。

#### 观点：

- **白酒消费市场疲软，三季度公司收入增速放缓。**2024Q3，受白酒动销较疲软以及同期高基数影响，五粮液实现营收增速1.39%，同比2023Q3（营收增速16.99%）下降15.59pct，环比2024Q2（营收增速10.08%）下降8.68pct。分产品来看，八代五粮液严格执行“先价后量”的策略，渠道减量20%，市场批价维持稳定；1618、低度五粮液，通过“宴席活动+扫码红包+终端排名”的组合，消费者认可度和动销在不断提升，未来有望进一步打开增长空间。
- **毛利率提升，净利率下降，现金流表现较优。**2024Q3公司毛利率为76.17%，同比提升2.77pct，我们认为主因普五提价50元/瓶至1019元/瓶所致。销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为14.03%/4.01%/-4.16%/0.53%，同比变化分别为+2.83pct/+0.22pct/-0.86pct/+0.10pct，2024Q3公司销售费用提升较多，我们认为主因公司加大市场支持力度推动动销增长。净利率为35.41%，同比微降0.06pct。2024Q3公司经营活动产生的现金流量净额为163.66亿元，同比提升47.99%，截至2024年三季度末，公司合同负债70.72亿元，同比提升79.10%，2024Q3公司现金流表现较优，公司回款较好。
- **加大分红，提升股东回报。**公司发布《关于2024-2026年度股东回报规划的公告》，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）；公司每年度的现金分红可分一次或多次（即年度分红、中期分红、特殊分红）实施。公司注重股东回报，高比例的分红有助于提升投资者信心。
- **盈利预测及投资评级：公司2024Q3短期营收降速，中长期我们**

认为公司作为高端白酒龙头之一，品牌护城河深厚，分红比例提升后具备投资价值。我们预计公司 2024 年/2025 年/2026 年营业收入分别为 911.70 亿元/1001.67 亿元/1102.48 亿元(前值为 926.99 亿元/1020.68 亿元/1123.56 亿元)，同比增长 9.48%/9.87%/10.06%；归母净利润分别为 329.94 亿元/361.96 亿元/399.71 亿元（前值为 336.76 亿元 /372.99 亿元 /411.40 亿元），同比 9.21%/9.71%/10.43%；对应 2024 年 11 月 1 日收盘价，PE 分别为 17.4X/15.9X/14.4X，参照可比公司估值，维持公司“增持”评级。

**风险提示：**食品安全风险；消费复苏不及预期；新品推广不及预期风险；市场竞争加剧的风险；第三方数据统计偏差风险。

**表 1：盈利预测简表**

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	73,969	83,272	91,170	100,167	110,248
增长率（%）	11.72	12.58	9.48	9.87	10.06
归母净利润（百万元）	26,691	30,211	32,994	36,196	39,971
增长率（%）	14.17	13.19	9.21	9.71	10.43
ROE（%）	23.97	23.82	23.16	22.44	21.74
每股收益/EPS（摊薄/元）	6.88	7.78	8.50	9.33	10.30
市盈率（P/E）	21.5	19.0	17.4	15.9	14.4
市净率（P/B）	5.0	4.4	4.0	3.5	3.1

数据来源：Wind，华龙证券研究所

**表 2：可比公司盈利预测**

证券代码	证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS（元/股）					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	1,533.75	19,266.93	49.93	59.49	68.70	77.47	86.77	30.7	25.8	22.3	19.8	17.7
000568.SZ	泸州老窖	136.53	2,009.68	7.06	9.02	10.10	11.36	12.88	19.4	15.2	13.5	12.0	10.6
600809.SH	山西汾酒	208.76	2,546.80	6.65	8.56	10.37	12.12	14.07	31.5	24.4	20.1	17.2	14.8
000596.SZ	古井贡酒	191.99	916.42	5.95	8.68	10.95	13.17	15.56	32.3	22.1	17.5	14.6	12.3
	行业平均	517.76	6,184.96	17.40	21.44	25.03	28.53	32.32	28.5	21.9	18.4	15.9	13.9
000858.SZ	五粮液	147.92	5,741.67	6.88	7.78	8.50	9.33	10.30	21.5	19.0	17.4	15.9	14.4

数据来源：iFinD,华龙证券研究所（截至 2024 年 11 月 1 日，五粮液盈利预测来自华龙证券研究所，其余可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期）

表 3：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	137,566	147,182	163,562	184,475	208,036	<b>营业收入</b>	73,969	83,272	91,170	100,167	110,248
现金	92,358	115,456	123,547	143,151	164,312	营业成本	18,178	20,157	22,402	24,558	26,756
应收票据及应收账款	156	43	116	112	139	税金及附加	10,749	12,532	13,330	14,772	16,247
其他应收款	31	40	38	53	47	销售费用	6,844	7,796	9,391	10,417	11,466
预付账款	136	169	165	202	202	管理费用	3,068	3,319	3,373	3,506	3,859
存货	15,981	17,388	19,697	20,956	23,336	研发费用	236	322	274	319	365
其他流动资产	28,904	14,086	20,000	20,000	20,000	财务费用	-2,026	-2,473	-2,677	-2,885	-3,111
<b>非流动资产</b>	15,149	18,251	19,031	19,854	20,807	资产和信用减值损失	-28	-5	-1	-1	-2
长期股权投资	1,986	2,020	2,078	2,136	2,193	其他收益	187	331	260	250	250
固定资产	5,313	5,190	6,657	7,880	8,924	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	519	2,057	2,250	2,486	2,771	投资净收益	93	58	58	58	58
其他非流动资产	7,331	8,984	8,046	7,352	6,920	资产处置收益	3	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	152,715	165,433	182,594	204,329	228,843	<b>营业利润</b>	37,174	42,004	45,395	49,789	54,973
<b>流动负债</b>	35,759	32,683	33,545	35,640	36,575	营业外收入	39	45	42	44	43
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	110	136	140	138	139
应付票据及应付账款	8,135	9,597	10,109	11,493	12,043	<b>利润总额</b>	37,104	41,913	45,297	49,694	54,877
其他流动负债	27,624	23,087	23,436	24,147	24,532	所得税	9,133	10,392	10,871	11,927	13,170
<b>非流动负债</b>	271	400	400	400	400	<b>净利润</b>	27,971	31,521	34,426	37,768	41,706
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	1,280	1,310	1,432	1,571	1,735
其他非流动负债	271	400	400	400	400	<b>归属母公司净利润</b>	26,691	30,211	32,994	36,196	39,971
<b>负债合计</b>	36,031	33,084	33,946	36,040	36,975	EBITDA	39,804	45,003	48,349	53,178	58,843
少数股东权益	2,659	2,791	4,223	5,794	7,529	EPS (元)	6.88	7.78	8.50	9.33	10.30
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882						
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683						
留存收益	107,461	122,994	136,764	151,870	168,551						
归属母公司股东权益	114,025	129,558	144,425	162,494	184,338						
<b>负债和股东权益</b>	152,715	165,433	182,594	204,329	228,843						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	24,431	41,742	24,909	36,397	37,935
净利润	27,971	31,521	34,426	37,768	41,706
折旧摊销	577	590	633	788	863
财务费用	-2,026	-2,473	-2,677	-2,885	-3,111
投资损失	-93	-58	-58	-58	-58
营运资金变动	-4,119	9,402	-7,414	785	-1,467
其他经营现金流	2,122	2,760	0	0	1
<b>投资活动现金流</b>	-1,716	-2,932	-1,355	-1,552	-1,758
资本支出	1,781	2,957	1,356	1,553	1,759
长期投资	-6	0	-58	-58	-58
其他投资现金流	70	25	59	59	59
<b>筹资活动现金流</b>	-13,105	-16,300	-15,464	-15,242	-15,016
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-13,105	-16,300	-15,464	-15,242	-15,016
<b>现金净增加额</b>	9,609	22,511	8,091	19,604	21,161

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入同比增速(%)	11.72	12.58	9.48	9.87	10.06
营业利润同比增速(%)	14.20	12.99	8.07	9.68	10.41
归属于母公司净利润同比增速(%)	14.17	13.19	9.21	9.71	10.43
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	75.42	75.79	75.43	75.48	75.73
净利率(%)	37.81	37.85	37.76	37.70	37.83
ROE(%)	23.97	23.82	23.16	22.44	21.74
ROIC(%)	25.79	25.73	25.07	24.47	23.87
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.59	20.00	18.59	17.64	16.16
净负债比率(%)	-78.61	-87.03	-82.94	-84.91	-85.51
流动比率	3.85	4.50	4.88	5.18	5.69
速动比率	3.40	3.97	4.28	4.58	5.04
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.51	0.52	0.52	0.52	0.51
应收账款周转率	1,481.15	2,126.07	2,126.07	2,126.07	2,126.07
应付账款周转率	2.87	2.50	5.05	0.00	0.00
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	6.88	7.78	8.50	9.33	10.30
每股经营现金流(最新摊薄)	6.29	10.75	6.42	9.38	9.77
每股净资产(最新摊薄)	29.38	33.38	37.21	41.86	47.49
<b>估值比率</b>					
P/E	21.5	19.0	17.4	15.9	14.4
P/B	5.0	4.4	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	12.19	10.26	9.41	8.22	7.10

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 免责及评级说明部分

### 分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

### 免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。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。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046