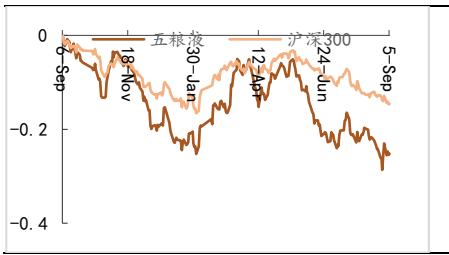


评级： 买入

核心观点

赵瑞
分析师
SAC 执证编号: S0110522120001
zhaorui@sczq.com.cn

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	119.55
一年内最高/最低价 (元)	162.61/112.92
市盈率 (当前)	14.40
市净率 (当前)	3.56
总股本 (亿股)	38.82
总市值 (亿元)	4,640.46

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 三季度营收净利润均超市场预期，全年目标实现可期
- Q2 业绩略低于预期，合同负债高增长有望夯实全年目标

- **事件:** 公司发布 2024 年半年报, 24H1 营业收入 506.48 亿元, 同比增长 11.30%; 归母净利润 190.57 亿元, 同比增长 11.86%。对应 24Q2 营业收入 158.15 亿元, 同比增长 10.08%; 归母净利润 50.12 亿元, 同比增长 11.50%。
- **三大主品运营成效显著, 上半年实现稳健增长。** 1) 分产品: 24H1 五粮液/其他酒营收分别为 392.05/79.06 亿元, 同比+11.45%/+17.77%。量价拆分看, 五粮液产品销量 2.42 万吨, 同比+12.07%, 吨价 162.04 万元/吨, 同比-0.56%, 八代五粮液上半年价格稳中有升, 动销稳中有增; 1618 和 39 度通过宴席活动+扫码红包+终端排名的组合, 动销实现良好增长。其他酒销量 5.42 万吨, 同比-23.86%, 吨价 14.60 万元/吨, 同比+54.68%, 吨价提升明显主要由于系列酒产品结构升级, 五粮浓香公司持续聚焦中高价位产品, 低价位产品销售量有所下降。2) 分渠道: 24H1 经销/直销营收分别为 275.94/195.17 亿元, 同比+13.51%/11.01%。经销商数量方面, 截至 24H1 末五粮液、浓香酒经销商分别为 2530 个、950 个, 较 23 年末分别减少 40 个、增加 136 个。截至 24H1 末专卖店 1749 个, 较 23 年末增加 87 个, 专卖店数量稳步提升。
- **盈利能力有所提升, 现金流表现优秀。** 24Q2 公司毛利率 75.01%, 同比+1.74pct, 毛利率同比提升主要由于系列酒产品结构优化较为显著。24Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.34%/4.26%/0.48%/-4.30%, 同比+1.97%/-0.33%/+0.07%/+0.12pct。销售费用率同比提升主要由于上半年加大对 1618、39 度等产品的营销投放, 形象宣传费、促销费同比增加较为明显。24Q2 归母净利率 31.69%, 同比+0.41pct, 盈利能力稳中有升。现金流方面, 24Q2 末合同负债 81.58 亿元, 环比 Q1 末增加 31.10 亿元, 合同负债表现优秀, 反映了渠道回款积极性较高, 公司业绩蓄水池深厚。
- **业绩稳健增长, 龙头稳中求进。** 产品方面, 公司持续完善产品矩阵, 1618、39 度通过市场营销投入, 动销取得较快增长, 45 度、68 度焕新上市, 实现了五粮液代际系列产品全覆盖; 经典五粮液 10、20、30、50 全系产品发布, 通过逐步建立超高端团购直销网络, 有望进一步抢占超高端市场份额。渠道方面, 公司围绕渠道生态做好市场建设, 坚定扶商、优商、强商, 八代五粮液今年推行控量稳价策略, 渠道利润持续稳定, 厂商关系实现良性健康发展。公司上半年经营业绩延续稳健增长, 顺利实现了目标任务双过半, 展现出行业龙头自身较强的经营韧性及抗风险能力, 也为全年营收双位数稳健增长目标的实现打下坚实基础。
- **投资建议:** 根据 2024 年上半年公司经营情况, 我们调整盈利预测, 预计 2024、2025、2026 年公司归母净利润分别为 338.3 亿元、378.0 亿元、421.3 亿元, 同比分别增长 12%、12%、11%, 当前股价对应 PE 分别为 14、12、11 倍。维持买入评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险, 食品安全风险。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	832.7	926.9	1027.8	1136.8
营收增速 (%)	12.6	11.3	10.9	10.6
归母净利润 (亿元)	302.1	338.3	378.0	421.3
归母净利润增速 (%)	13.2	12.0	11.7	11.4
EPS(元/股)	7.78	8.72	9.74	10.85
PE	15.4	13.7	12.3	11.0

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	147182	165933	186641	209436	经营活动现金流	41742	31274	35052	39205
现金	115456	131272	148858	168363	净利润	30211	33833	37805	42129
应收账款	43	32	36	40	折旧摊销	590	675	645	623
其它应收款	40	44	49	54	财务费用	11	-2700	-2900	-3100
预付账款	169	183	196	210	投资损失	-58	-390	-390	-390
存货	17388	18722	20116	21539	营运资金变动	9843	-1607	-1750	-1888
其他	14086	15680	17387	19230	其它	-165	-4	2	3
非流动资产	18251	17982	17792	17674	投资活动现金流	-2932	-16	-66	-116
长期投资	2020	2020	2020	2020	资本支出	-2957	-405	-455	-505
固定资产	5188	5152	5169	5234	长期投资	24	0	0	0
无形资产	2058	1858	1677	1514	其他	2	389	389	389
其他	957	957	957	957	筹资活动现金流	-16300	-15442	-17400	-19584
资产总计	165433	183915	204433	227110	短期借款	0	0	0	0
流动负债	32683	33992	35367	36771	长期借款	-361	-15	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	97	-18127	-20300	-22684
应付账款	8864	9549	10260	10986	现金净增加额	22510	15816	17585	19505
其他	664	715	768	823					
非流动负债	400	400	400	400	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	369	369	369	369	营业收入	12.6%	11.3%	10.9%	10.6%
负债合计	33084	34393	35768	37172	营业利润	13.0%	12.0%	11.8%	11.4%
少数股东权益	2791	4258	5898	7725	归属母公司净利润	13.2%	12.0%	11.7%	11.4%
归属母公司股东权益	129558	145264	162768	182213	获利能力				
负债和股东权益	165433	183915	204433	227110	毛利率	75.8%	76.6%	77.3%	78.0%
					净利率	36.3%	36.5%	36.8%	37.1%
					ROE	23.3%	23.3%	23.2%	23.1%
					ROIC	22.4%	22.2%	22.1%	21.9%
利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
营业收入	83272	92692	102783	113677	资产负债率	20.0%	18.7%	17.5%	16.4%
营业成本	20157	21714	23330	24982	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业税金及附加	12532	13949	15468	17107	流动比率	4.50	4.88	5.28	5.70
营业费用	7796	9547	10792	12163	速动比率	3.97	4.33	4.71	5.11
研发费用	322	278	308	341	营运能力				
管理费用	3319	3244	3597	3979	总资产周转率	0.50	0.50	0.50	0.50
财务费用	-2473	-2700	-2900	-3100	应收账款周转率	840.06	2470.88	3010.41	3006.69
资产减值损失	-5	-5	-5	-5	应付账款周转率	2.27	2.18	2.18	2.17
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	390	390	390	390	每股收益	7.78	8.72	9.74	10.85
营业利润	42004	47044	52572	58590	每股经营现金	10.75	8.06	9.03	10.10
营业外收入	45	45	45	45	每股净资产	33.38	37.42	41.93	46.94
营业外支出	136	136	136	136	估值比率				
利润总额	41913	46953	52481	58499	P/E	15.4	13.7	12.3	11.0
所得税	10392	11653	13037	14543	P/B	3.6	3.2	2.9	2.5
净利润	31521	35300	39444	43956					
少数股东损益	1310	1467	1640	1827					
归属母公司净利润	30211	33833	37805	42129					
EBITDA	39972	45019	50317	56113					
EPS (元)	7.78	8.72	9.74	10.85					

分析师简介

赵瑞，食品饮料及农业行业分析师，复旦大学金融硕士，曾就职于国泰君安证券，2022年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现