

五粮液（000858.SZ）

节奏良好、战略清晰，传递稳健增长信心

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090001

联系人： 张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

事项：

事件：2024年6月28日，五粮液2023年股东大会在股份公司多功能厅召开，会议上董事长曾从钦以《稳中求进，以进促稳：以稳健高质量发展巩固和强化龙头地位》为主题发表演讲，核心管理层就公司当前经营状况、未来增长抓手等诸多市场关切与投资者进行充分交流，彰显公司高质量发展底气，强化市场信心。

国信食品饮料观点：1) 2024上半年经营节奏良好，预计公司核心产品动销实现双位数增长；2) 公司产品规划进一步清晰，长期增长抓手明确，主品牌持续丰富完善“1+3”产品矩阵，经典五粮液创新运营模式，长期有望贡献吨价增长；3) 渠道建设纵深推进，持续提升经销商盈利能力，并加快对直营渠道和新兴渠道的良性建设。考虑到公司市场节奏良好，产品规划清晰，厂商关系向好，看好公司长期稳健发展，维持此前盈利预测，预计2024-2026年EPS为8.72/9.70/10.87元，当前股价对应PE 14.7/13.2/11.8x，强调“优于大市”评级。

评论：

◆ 2024上半年经营节奏良好，动销稳健增长

年初以来，公司坚定执行第八代五粮液控量挺价策略，持续优化投放节奏和商家结构，元春后根据市场和商家库存情况精准、动态、点状进行回款和发货，价盘稳中略升，市场库存合理，端午期间的“和美五粮液、幸福中国节”活动中，普五动销稳健增长。侧翼产品五粮液1618、39度五粮液在宴席场景延续高势能增长态势，45度、68度五粮液上市后招商计划有序进行，预计2024上半年公司核心产品动销实现双位数增长。

◆ 持续以提升五粮液品牌价值为核心，产品规划进一步清晰

主品牌方面，持续丰富完善“1+3”产品矩阵：1) 第八代五粮液将根据“价在先、量在后”的原则坚持科学的市场投放思路，目标在价格上逐步拉开与竞品的差距，量上实现在多元化场景中的渗透率；2) 五粮液1618商家积极性高、市场秩序良好，明年将通过渠道扁平化改革、空白市场加速布局等推动产品持续较快增长；3) 39度五粮液通过成熟市场精耕、点状市场培育、择时提价等实现稳健增长；4) 45度优商、选商，目标抢占中度酒主流区域市场份额，68度定位少量、小众市场；5) 年份系列讲点五粮液将在7.2召开产品发布暨招商会，推出经典10/20/30/50年产品，定位2000元/5000元/10000元/30000元成交价，创新平台运作模式，深度绑定全国优质经销商利益，更加专业、系统地培育超高端价位。**浓香系列酒方面：**1) 通过开瓶扫码、终端返利、宴席政策等提升旺季动销；2) 强化市场精细化运作，打造样板/高地市场，填补空白/薄弱市场；3) 除五粮春大单品外，推出新品补齐大众价位消费需求。

◆ 渠道建设纵深推进，持续提升经销商盈利能力

传统渠道方面，公司在对渠道精准识别的基础上优化经销商布局，打造“大商大、小商多”的哑铃型结构：1) 提升对单个经销商销售容量、团队网络、市场运作能力、终端服务能力的识别，精准实行计划量签约和货品投放；2) 对于新品45度优商、选商，培育和产品匹配度较高的体系外客户。**直营渠道方面，全面推进“三店一家”建设：**帮助优化专卖店的盈利能力，提升渠道结构中团购、零售的占比，提高产品结构

中非标品、文化酒的占比。**新兴渠道方面，加快布局抖音、快手、微信视频三大平台**，坚持针对非合规运营商的维权行动。

◆ **投资建议：**，维持“优于大市”评级

考虑到公司市场节奏良好，产品规划清晰，厂商关系向好，看好公司浓香龙头地位稳固和长期稳健发展，维持收入及盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入 924/1,021/1,129 亿元，同比增长 11.0%/10.4%/10.6%；预计公司归母净利润 338/376/422 亿元，同比增长 12.0%/11.2%/12.1%，对应 EPS 分别为 8.72/9.70/10.87 元，。当前股价对应估值 14.7/13.2/11.8x，强调“优于大市”评级。

◆ **风险提示**

白酒行业需求复苏不及预期；千元价位竞争加剧；政策风险等。

相关研究报告：

- 《五粮液（000858.SZ）-品牌、产品底蕴深厚，千元龙头整装待发》——2024-05-27
- 《五粮液（000858.SZ）-一季度收入增长 12%，成本端持续精益优化》——2024-05-04
- 《五粮液（000858.SZ）-提价初显成效，建议重点配置》——2024-03-21
- 《五粮液（000858.SZ）-2023 年实现稳健增长，龙年生肖酒供需两旺》——2024-01-30
- 《五粮液（000858.SZ）-经销商大会提振信心，全力推动渠道利润提升》——2024-01-02

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	92358	115456	130515	137837	155893	营业收入	73969	83272	92439	102054	112919
应收款项	187	82	162	179	198	营业成本	18178	20157	22131	23984	26038
存货净额	15981	17388	18819	20370	22199	营业税金及附加	10749	12532	12942	14288	15809
其他流动资产	29040	14256	18227	25887	23413	销售费用	6844	7796	8856	9736	10727
流动资产合计	137566	147182	167724	184273	201703	管理费用	3132	3393	4231	4716	4938
固定资产	9086	10813	13307	15756	17961	研发费用	236	322	357	394	436
无形资产及其他	519	2057	1976	1894	1813	财务费用	(2026)	(2473)	(3069)	(3344)	(3663)
投资性房地产	3558	3360	3360	3360	3360	投资收益	93	58	83	78	73
长期股权投资	1986	2020	2077	2123	2168	资产减值及公允价值变动	26	4	13	14	10
资产总计	152715	165433	188444	207406	227006	其他收入	(36)	75	(357)	(394)	(436)
短期借款及交易性金融负债	376	15	250	213	159	营业利润	37174	42004	47087	52372	58717
应付款项	8135	9597	9462	10631	11596	营业外净收支	(71)	(91)	(81)	(86)	(83)
其他流动负债	27249	23072	31705	34515	37563	利润总额	37104	41913	47006	52286	58634
流动负债合计	35759	32683	41417	45359	49318	所得税费用	9133	10392	11705	13019	14600
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1280	1310	1469	1634	1833
其他长期负债	271	400	449	394	395	归属于母公司净利润	26691	30211	33832	37632	42201
长期负债合计	271	400	449	394	395	现金流量表 (百万元)					
负债合计	36031	33084	41865	45753	49713	净利润	26691	30211	33832	37632	42201
少数股东权益	2659	2791	3487	4262	5131	资产减值准备	15	(22)	(2)	(1)	(1)
股东权益	114025	129558	143091	157392	172162	折旧摊销	505	515	854	1226	1466
负债和股东权益总计	152715	165433	188444	207406	227006	公允价值变动损失	(26)	(4)	(13)	(14)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	(2026)	(2473)	(3069)	(3344)	(3663)
每股收益	6.88	7.78	8.72	9.70	10.87	营运资本变动	(4403)	11071	3064	(5304)	4639
每股红利	3.27	4.09	5.23	6.01	7.07	其它	657	643	698	775	869
每股净资产	29.38	33.38	36.86	40.55	44.35	经营活动现金流	23438	42414	38434	34315	49165
ROIC	25.90%	25.51%	27%	29%	32%	资本开支	0	(2150)	(3254)	(3579)	(3579)
ROE	23.41%	23.32%	24%	24%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	75%	76%	76%	76%	77%	投资活动现金流	(75)	(2184)	(3311)	(3625)	(3625)
EBIT Margin	47%	47%	48%	48%	49%	权益性融资	0	23	0	0	0
EBITDA Margin	48%	48%	48%	49%	50%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	13%	11%	10%	11%	支付股利、利息	(12681)	(15894)	(20299)	(23332)	(27431)
净利润增长率	14%	13%	12%	11%	12%	其它融资现金流	12022	14634	236	(37)	(54)
资产负债率	25%	22%	24%	24%	24%	融资活动现金流	(13341)	(17132)	(20064)	(23369)	(27485)
股息率	2.6%	3.2%	4.1%	4.7%	5.5%	现金净变动	10022	23098	15059	7322	18056
P/E	18.6	16.5	14.7	13.2	11.8	货币资金的期初余额	82336	92358	115456	130515	137837
P/B	4.4	3.8	3.5	3.2	2.9	货币资金的期末余额	92358	115456	130515	137837	155893
EV/EBITDA	15.1	13.4	12.0	10.8	9.7	企业自由现金流	0	38820	33650	29094	43810
						权益自由现金流	0	53454	36190	31569	46507

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032