

五粮液 (000858)

重视量价统筹，深化机制改革

买入 (维持)

2024 年 12 月 19 日

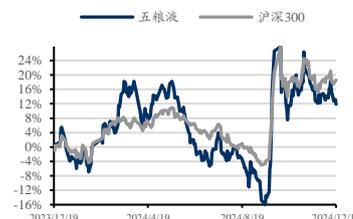
证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@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	88780	94880	104591
同比 (%)	11.72	12.58	6.61	6.87	10.23
归母净利润 (百万元)	26690	30211	32231	34456	38574
同比 (%)	14.17	13.19	6.69	6.90	11.95
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.88	7.78	8.30	8.88	9.94
P/E (现价&最新摊薄)	20.88	18.44	17.29	16.17	14.44

股价走势



投资要点

- **事件:** 12 月 18 日, 五粮液第二十八届 12·18 共商共建共享大会如期召开, 对 2024 “营销执行年” 工作进行全面总结, 并将 2025 年定为 “营销执行提升年”。
- **2024 年提质增效, 产品布局及市场拓展不断完善。** 2024 年在消费不振、竞争加剧的不利环境下, 公司奋力打好五大攻坚战。1 是形象提升攻坚战, 持续深挖品牌文化, 提升品宣声量。2 是份额提升攻坚战, 1618、39 度产品动销持续增长, 45 度、68 度及经典系列产品焕新上市, 并打造国内首创的陈年酒防伪系统加码老酒市场, 推出 highball 气泡酒打开韩国市场, 以更好满足不同层次的消费需求。3 是市场拓展攻坚战, 开展优商扶商行动, 推动计划配额与商家销售能力更好匹配, 升级专卖店 715 家, 新增专卖店 138 家 (2025 年规划新增 120 家), 新增进货终端 1.6 万家 (同增 18.2%)。4 是提质增效攻坚战, 10 万吨酿酒工程二期顺利推进。5 是盈利提升攻坚战, 通过动态调整投放节奏、打击制假及乱价销售、规范营销动作, 以保障渠道盈利及普五量价平衡。
- **2025 年深化改革, 延续稳价格、转作风思路, 巩固稳健发展基石。** 2025 年延续 2024 年思路, 要求继续加强产品动销、渠道优化、服务能力。1) 产品方面: 普五强调加大力度抓好量价平衡, 1 是科学把控发货节奏, 动态调整配额; 2 是统一全国政策投入, 避免政策套现, 加强过程管理 (优化过程激励兑付); 3 是优化经销商队伍, 严肃处理违约商 (减量或停止合作)。同时也要建设完善五粮液老酒的价值体系, 激活陈年酒市场需求。2) 渠道方面, 坚持一地一策, 加强低度、1618 在对垒市场的份额抢占, 并重点打造北上深蓉 4 个经典五粮液的样板市场, 系统完善国际化市场布局。3) 服务方面, 聚焦市场快速反应能力, 将精简办事流程, 同时深化市场化考核导向, 提升营销团队的人岗适配度, 实施全员绩效考核, 以激发员工干事创业的内生动力。
- **重视量价统筹, 深化机制改革。** 由于中秋国庆需求趋弱、双十一电商补贴、年底部分库存分流流转, 近期普五批价波动加大。而价格稳定作为五粮液保障渠道盈利、终端扩张、动销稳定的重要前提, 公司表示将努力抓好量价平衡。对此, 我们归纳短期战术动作主要包括 1618、低度、文化产品的增量协同, 专卖店/终端/团购渠道的拓展开发, 以及普五投放量的动态调控。而在中长期维度, 公司 1 是将通过打通陈年酒市场体系, 更好引导五粮液产品构建稳定的价格体系; 2 是拟通过深化机制改革, 推进营销执行迸发更为强劲的内生动能。
- **盈利预测与投资评级:** 行业低谷既是酒企降速调整的压力期, 也是不破不立、干事创业的机遇期, 期待公司通过市场化的考核、激励, 推动营销运营焕发新机。考虑年底需求不畅, 我们微调 2024~26 年归母净利润至 322、345、386 亿元 (前值 329、371、418 亿元), 同比+7%/7%/12%, 当前市值对应 2024~26 年 PE 为 17/16/14X, 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

市场数据

收盘价(元)	143.55
一年最低/最高价	106.33/178.76
市净率(倍)	4.09
流通 A 股市值(百万元)	557,193.04
总市值(百万元)	557,204.83

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 年前三季度业绩点评: 边际降速, 节奏务实》
2024-10-31
- 《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	163,009	169,811	185,102	营业总收入	83,272	88,780	94,880	104,591
货币资金及交易性金融资产	115,456	118,076	123,971	137,496	营业成本(含金融类)	20,157	20,617	21,479	22,976
经营性应收款项	14,299	27,144	25,855	25,967	税金及附加	12,532	13,228	14,232	15,671
存货	17,388	17,753	19,942	21,594	销售费用	7,796	9,357	10,648	11,718
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,319	3,374	3,530	3,713
其他流动资产	40	36	42	45	研发费用	322	355	332	366
非流动资产	18,251	19,695	21,785	22,408	财务费用	(2,473)	(2,767)	(2,830)	(2,972)
长期股权投资	2,020	2,054	2,088	2,122	加:其他收益	331	260	268	305
固定资产及使用权资产	5,317	8,118	10,136	10,985	投资净收益	58	53	66	69
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	4	1	1
长期待摊费用	163	163	163	163	营业利润	42,004	44,920	47,810	53,483
其他非流动资产	3,069	2,931	3,134	3,232	营业外净收支	(91)	(65)	(75)	(77)
资产总计	165,433	182,704	191,596	207,510	利润总额	41,913	44,856	47,734	53,406
流动负债	32,683	38,790	35,746	38,334	减:所得税	10,392	11,124	11,695	13,084
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	33,732	36,039	40,322
经营性应付款项	9,614	9,099	6,093	7,907	减:少数股东损益	1,310	1,500	1,583	1,747
合同负债	6,864	13,401	12,887	12,637	归属母公司净利润	30,211	32,231	34,456	38,574
其他流动负债	16,190	16,040	16,552	17,631	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.78	8.30	8.88	9.94
非流动负债	400	400	400	400	EBIT	39,472	42,109	44,929	50,453
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	40,454	42,605	45,372	50,793
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.79	76.78	77.36	78.03
租赁负债	116	116	116	116	归母净利率(%)	36.28	36.30	36.32	36.88
其他非流动负债	285	285	285	285	收入增长率(%)	12.58	6.61	6.87	10.23
负债合计	33,084	39,191	36,147	38,735	归母净利润增长率(%)	13.19	6.69	6.90	11.95
归属母公司股东权益	129,558	139,221	149,574	161,154					
少数股东权益	2,791	4,292	5,875	7,622					
所有者权益合计	132,349	143,513	155,449	168,776					
负债和股东权益	165,433	182,704	191,596	207,510					

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	26,652	31,901	40,870	每股净资产(元)	33.38	35.87	38.53	41.52
投资活动现金流	(2,932)	(2,168)	(2,430)	(972)	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)	(22,336)	(24,143)	(27,053)	ROIC(%)	23.79	22.92	22.64	23.45
现金净增加额	22,511	2,148	5,328	12,845	ROE-摊薄(%)	23.32	23.15	23.04	23.94
折旧和摊销	982	496	443	341	资产负债率(%)	20.00	21.45	18.87	18.67
资本开支	(2,955)	(2,104)	(2,371)	(907)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.44	17.29	16.17	14.44
营运资本变动	9,402	(7,820)	(4,497)	185	P/B(现价)	4.30	4.00	3.73	3.46

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>