



五粮液 (000858.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

定调营销执行提升年,协同固基共增长

经营分析

近期公司召开“第二十八届12•18共商共建共享大会”，会上总结24年营销进展并展望25年营销规划。

24年公司定义为“营销执行年”，期内：1) 产品端，公司焕新上市45度、68度五粮液，发布经典五粮液系列及十余款文创产品。2) 渠道端，“三店一家”建设成效显著、渠道布局再优化，新增138家专卖店、5家体验店、490家和美集合店，升级715家第五代专卖店、16000家进货终端、同比+18.2%。3) 场景端，公司发力宴席市场，品牌宴席活动近3万场次、同比增长30%、累计服务超600万人次；粮浓香酒开瓶扫码同比均超过四成、宴席同比均超过五成。

展望25年，公司定义为“营销执行提升年”，坚持“强化产品动销、强化渠道优化、强化服务能力”，提升意味着对组织团队、渠道质量等做得好的继续巩固，并加强协同提升。具体而言：

- 1) 产品端，公司坚持产品量价平衡，把保障经销商合理利润摆在首位。全面实施“一地一策、一商一策”，强化39度、1618等产品同八代普五核心单品的战术协同；打造经典五粮液样板市场等。
- 2) 渠道端，公司着力优商、补商、扶商、强商，优选与公司同向同行的经销商；继续推进“三店一家”建设，目标新增五粮液专卖店120家以上，并提高专卖店零售团购、非标品和专属产品销售占比。此外，电商渠道将持续规范合作。
- 3) 针对普五而言，公司持续全面优化八大普五渠道费投，将保证全国市场投入的一致性，防止政策折价套现；并根据市场加大支持与扶持力度。此外，加强渠道监管，对于违约销售占比较大、终端服务能力严重不到位，并且屡次整改不到位的经销商，将减少计划量、重新划定经销区域、重新绑定终端。

整体而言，公司在持续巩固提升核心产品在对应价格带的优势，品牌力认知优秀赋予公司跨周期的发展韧性，公司也已规划24-26年现金分红比例不低于70%且不低于200亿元(含税)，股息水平亦已不错，持续推荐。

盈利预测、估值与评级

我们预计24-26年收入分别+7.6%/+7.0%/+8.0%；归母净利分别+8.0%/+7.5%/+9.0%，对应归母净利分别326/351/382亿元；EPS为8.40/9.03/9.85元，公司股票现价对应PE估值分别为17.1/15.9/14.6倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：143.55元

相关报告：

- 1.《五粮液公司点评：业绩符合预期，分红规划提至70%》，2024.10.31
- 2.《五粮液公司点评：Q2兑现略超预期，回款表现亮眼》，2024.8.29
- 3.《五粮液公司点评：业绩略超预期，关注营销改革成效》，2024.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,969	83,272	89,627	95,893	103,535
营业收入增长率	11.7%	12.6%	7.6%	7.0%	8.0%
归母净利润(百万元)	26,691	30,211	32,619	35,063	38,227
归母净利润增长率	14.2%	13.2%	8.0%	7.5%	9.0%
摊薄每股收益(元)	6.876	7.783	8.404	9.033	9.848
每股经营性现金流净额	6.29	10.75	6.13	9.38	10.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.41%	23.32%	23.41%	23.40%	23.69%
P/E	26.28	18.03	17.08	15.89	14.58
P/B	6.15	4.20	4.00	3.72	3.45

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	66,209	73,969	83,272	89,627	95,893	103,535
增长率	11.7%	12.6%	7.6%	7.0%	8.0%	
主营业务成本	-16,319	-18,178	-20,157	-20,727	-21,993	-23,632
%销售收入	24.6%	24.6%	24.2%	23.1%	22.9%	22.8%
毛利	49,890	55,790	63,115	68,901	73,899	79,903
%销售收入	75.4%	75.4%	75.8%	76.9%	77.1%	77.2%
营业税金及附加	-9,790	-10,749	-12,532	-13,444	-14,288	-15,427
%销售收入	14.8%	14.5%	15.0%	15.0%	14.9%	14.9%
销售费用	-6,504	-6,844	-7,796	-9,769	-10,452	-11,078
%销售收入	9.8%	9.3%	9.4%	10.9%	10.9%	10.7%
管理费用	-2,900	-3,068	-3,319	-3,316	-3,548	-3,727
%销售收入	4.4%	4.1%	4.0%	3.7%	3.7%	3.6%
研发费用	-177	-236	-322	-346	-371	-400
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	30,520	34,893	39,146	42,024	45,240	49,270
%销售收入	46.1%	47.2%	47.0%	46.9%	47.2%	47.6%
财务费用	1,732	2,026	2,473	2,863	2,976	3,236
%销售收入	-2.6%	-2.7%	-3.0%	-3.2%	-3.1%	-3.1%
资产减值损失	-10	-28	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	97	93	58	75	90	108
%税前利润	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	32,552	37,174	42,004	45,228	48,573	52,881
营业利润率	49.2%	50.3%	50.4%	50.5%	50.7%	51.1%
营业外收支	-102	-71	-91	-60	-66	-73
税前利润	32,450	37,104	41,913	45,168	48,507	52,808
利润率	49.0%	50.2%	50.3%	50.4%	50.6%	51.0%
所得税	-7,943	-9,133	-10,392	-11,199	-12,027	-13,093
所得税率	24.5%	24.6%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	24,507	27,971	31,521	33,969	36,480	39,715
少数股东损益	1,130	1,280	1,310	1,349	1,417	1,488
归属于母公司的净利润	23,377	26,691	30,211	32,619	35,063	38,227
净利率	35.3%	36.1%	36.3%	36.4%	36.6%	36.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	24,507	27,971	31,521	33,969	36,480	39,715
少数股东损益	1,130	1,280	1,310	1,349	1,417	1,488
非现金支出	923	986	981	560	614	671
非经营收益	-202	-406	-161	-241	-458	-572
营运资金变动	1,547	-4,119	9,402	-10,490	-219	-1,003
经营活动现金净流	26,775	24,431	41,742	23,798	36,417	38,811
资本开支	-1,533	-1,734	-2,955	-2,346	-1,577	-1,716
投资	-6	-6	0	0	0	0
其他	42	23	24	75	90	108
投资活动现金净流	-1,497	-1,716	-2,932	-2,271	-1,487	-1,608
股权募资	0	0	23	0	0	0
债权募资	0	0	0	-15	0	0
其他	-11,269	-13,105	-16,323	-22,841	-24,551	-26,765
筹资活动现金净流	-11,269	-13,105	-16,300	-22,855	-24,551	-26,765
现金净流量	14,008	9,609	22,511	-1,328	10,379	10,438

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	82,336	92,358	115,456	114,124	124,499	134,932
应收款项	25,591	29,091	14,169	27,011	28,899	31,202
存货	14,015	15,981	17,388	17,604	18,077	19,424
其他流动资产	196	136	169	187	198	213
流动资产	122,138	137,566	147,182	158,925	171,672	185,771
%总资产	90.1%	90.1%	89.0%	88.6%	88.7%	88.8%
长期投资	1,912	1,988	2,022	2,022	2,022	2,022
固定资产	8,256	9,086	10,813	11,252	11,688	12,118
%总资产	6.1%	5.9%	6.5%	6.3%	6.0%	5.8%
无形资产	714	679	2,222	2,279	2,335	2,390
非流动资产	13,483	15,149	18,251	20,426	21,863	23,483
%总资产	9.9%	9.9%	11.0%	11.4%	11.3%	11.2%
资产总计	135,621	152,715	165,433	179,351	193,535	209,254
短期借款	360	376	15	0	0	0
应付款项	9,969	12,766	14,982	15,380	16,038	16,871
其他流动负债	23,286	22,617	17,686	19,874	21,370	23,199
流动负债	33,616	35,759	32,683	35,254	37,408	40,071
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	613	271	400	612	707	807
负债	34,229	36,031	33,084	35,866	38,115	40,877
普通股股东权益	99,068	114,025	129,558	139,344	149,863	161,331
其中：股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
未分配利润	68,638	79,029	89,405	99,191	109,710	121,178
少数股东权益	2,323	2,659	2,791	4,141	5,558	7,045
负债股东权益合计	135,621	152,715	165,433	179,351	193,535	209,254

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	6.023	6.876	7.783	8.404	9.033	9.848
每股净资产	25.523	29.376	33.377	35.899	38.608	41.563
每股经营现金净流	6.898	6.294	10.754	6.131	9.382	9.999
每股股利	3.023	3.782	4.670	5.883	6.323	6.894
回报率						
净资产收益率	23.60%	23.41%	23.32%	23.41%	23.40%	23.69%
总资产收益率	17.24%	17.48%	18.26%	18.19%	18.12%	18.27%
投入资本收益率	22.65%	22.47%	22.24%	21.99%	21.84%	21.95%
增长率						
主营业务收入增长率	15.51%	11.72%	12.58%	7.63%	6.99%	7.97%
EBIT 增长率	16.95%	14.33%	12.19%	7.35%	7.65%	8.91%
净利润增长率	17.15%	14.17%	13.19%	7.97%	7.49%	9.02%
总资产增长率	19.08%	12.60%	8.33%	8.41%	7.91%	8.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	304.7	301.1	302.1	310.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	98.3	127.0	145.9	160.0	155.0	150.0
固定资产周转天数	30.9	26.2	22.7	21.7	20.8	19.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-80.85%	-78.83%	-87.23%	-79.54%	-80.10%	-80.14%
EBIT 利息保障倍数	-17.6	-17.2	-15.8	-14.7	-15.2	-15.2
资产负债率	25.24%	23.59%	20.00%	20.00%	19.69%	19.53%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	17	75	100	220
增持	1	2	8	9	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.14	1.11	1.12	1.10	1.01

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究