

## 五粮液（000858.SZ）

## 理性调整经营节奏，推动营销执行力提升

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12月18日，五粮液召开第二十八届12·18共商共建共享大会，会议以“聚合力、应变局、共和美”为主题，总结2024年营销工作，部署2025年工作方针，强化渠道和市场信心。

**国信食品饮料观点：**2024年公司整体营销工作高质量完成，应对经济及需求的走弱，公司理性调整经营节奏，重视厂商关系维护，五粮液1618、39度五粮液及系列酒大单品分担增长压力，预计全年仍可实现稳健增长。公司定义2025年“营销执行提升年”，产品、渠道、市场仍有增长动能，同时公司积极推动市场化管理能力提升，夯实长期发展势能。公司在千元价位份额领先优势扩大，伴随经济活跃度提升批价有望磨底上涨。维持收入及盈利预测，预计2024-2026年公司营业总收入891.68/965.55/1043.37亿元，同比+7.1%/+8.3%/+8.1%；预计归母净利润326.69/358.58/394.98亿元，同比+8.1%/+9.8%/+10.2%；当前股价对应24-26年17.0/15.5/14.1xPE，强调“优于大市”评级。

## 评论：

## ◆ 2024年工作总结：营销执行年，产品体系完善、厂商关系改善

2024年宏观经济及消费动能不足，白酒行业竞争加剧，公司围绕品牌、产品、市场、品质、厂商关系奋力打好五大攻坚战，推动营销工作高质量发展。1) **产品体系上**，五粮液主品牌持续优化“1+3”产品体系，战术性产品五粮液1618及39度五粮液动销持续增长，缓解第八代五粮液量价平衡压力；系列酒持续强化大单品打造，五粮春等主销产品开瓶扫码同比增长超过40%、宴席同比增长超过50%。2) **渠道布局上**，积极推动“三店一家”建设工作，全年新增138家专卖店/5家文化体验店/490家集合店/2个大酒家，升级建设715家第五代专卖店，新增进货终端1.6万家/同比+18.2%。3) **厂商关系上**，第八代五粮液坚持量价平衡，应对外围需求及批价走弱主动加强渠道支持；五粮液1618及39度五粮液适度加强红包扫码、宴席激励等投放力度；同时今年经销商大会奖项数量增加，兼顾不同规模经销商和专卖店激励水平。

## ◆ 2025年工作部署：营销执行提升年，强化产品、渠道、服务，推动市场份额、品牌价值再提升

公司定位2025年为“营销执行提升年”，即在延续2024年正确工作方式的基础上，推动整体产供销体系营销工作再提升。1) **产品规划上**，第八代五粮液坚持量价平衡、结构优化原则，配置部分老酒资源，提升产品稀缺性；五粮液1618及39度五粮液通过优势市场深挖巩固、弱势市场布局拓展的方式，继续实现良性增长；经典五粮液打造高地市场，文创酒小规模、针对性开发。2) **市场建设上**，继续强化“三店一家”建设，预计全年新建设专卖店120家并持续提升单点盈利能力，拓展电商、新零售等新兴渠道，推动海外市场产品、组织、渠道布局。3) **渠道管控上**，公司积极推动解决第八代五粮液渠道盈利问题，明确优化费用投入，全国一致性投放、杜绝政策套利；加强过程考核，对低质销售商家延迟、减少或取消兑付激励。4) **组织管理上**，加强市场化管理，采用清单式+项目制，确保人人有指标、个个扛任务，进一步提质增效。

## ◆ 发展思路清晰，重视资本市场回报

2024年下半年需求进一步走弱，公司结合市场动销情况理性调整年初双位数目标；受益于第一季度业绩高质

量完成，全年或仍可实现高个位数增长。财年切换视角下，公司呵护经销商利益，中秋、国庆双节后主动让利渠道，商家信心提振，当前看 2025 年春节打款具有较高积极性。展望 2025 年，第八代五粮液小幅量增、提价效应逐步体现报表端，五粮液 1618 及 39 度五粮液稳健放量，文创类产品有所补充；优势市场渗透、空白市场布局仍有空间，同时新品及海外市场或有少量收入贡献。长期看，伴随经济活跃度提升，商务场景需求回暖，五粮液作为千元价位第一品牌，批价有望迎来上涨。公司重视资本市场回报，2024-2026 年现金分红比例不低于 70%且不低于 200 亿元（含税），中期分红拟合计派发现金红利 100 亿元（含税），当前预测 2024 年股息率在 4%+，估值支撑力增强。

#### ◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

公司发展思路清晰，2025 年仍有工具箱实现稳健增长；公司在千元价位拉开与竞对份额差距，景气度反转视角下也具有较高弹性。维持收入及盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业总收入 891.68/965.55/1043.37 亿元，同比+7.1%/+8.3%/+8.1%；预计归母净利润 326.69/358.58/394.98 亿元，同比+8.1%/+9.8%/+10.2%；当前股价对应 24-26 年 17.0/15.5/14.1xPE，强调“优于大市”评级。

#### ◆ 风险提示

宏观经济及需求复苏不及预期；消费税等产业政策；食品安全问题等。

表 1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）总市值（亿元）		归母净利润（亿元）		PE	
			2024/12/20	2024/12/20	2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,522	19,119	860.9	963.1	22.2	19.9
<b>000858.SZ</b>	<b>五粮液</b>	<b>优于大市</b>	<b>143</b>	<b>5,559</b>	<b>326.7</b>	<b>358.6</b>	<b>17.0</b>	<b>15.5</b>
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	130	1,918	143.5	156.6	13.4	12.3
600809.SH	山西汾酒	优于大市	193	2,348	124.8	143.5	18.8	16.4
002304.SZ	洋河股份	中性	85	1,280	87.6	87.3	14.6	14.7
000799.SZ	酒鬼酒	中性	57	184	1.9	2.4	95.3	76.1
600702.SH	舍得酒业	中性	71	236	9.8	10.7	24.0	22.1
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	176	932	56.7	66.4	16.4	14.0
603589.SH	口子窖	优于大市	39	236	17.4	18.7	13.6	12.6
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	56	446	27.4	32.1	16.3	13.9
603369.SH	今世缘	优于大市	45	567	36.5	41.7	15.5	13.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除五粮液外公司采用 Wind 一致预期

#### 相关研究报告：

- 《五粮液（000858.SZ）-第三季度报表质量较高，规划分红率不低于 70%》——2024-11-01
- 《五粮液（000858.SZ）-第二季度收入同比增长 10%，现金流反映厂商关系向好》——2024-08-29
- 《五粮液（000858.SZ）-节奏良好、战略清晰，传递稳健增长信心》——2024-07-01
- 《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

## 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	129900	136707	153350	营业收入	73969	83272	89168	96555	104337
应收款项	187	82	156	169	183	营业成本	18178	20157	21024	21607	22279
存货净额	15981	17388	18156	18908	19879	营业税金及附加	10749	12532	12840	14001	15337
其他流动资产	29040	14256	17582	24492	21634	销售费用	6844	7796	8560	9656	10225
<b>流动资产合计</b>	<b>137566</b>	<b>147182</b>	<b>165795</b>	<b>180277</b>	<b>195046</b>	管理费用	3132	3393	4084	4427	4830
固定资产	9086	10813	13307	15756	17961	研发费用	236	322	345	373	403
无形资产及其他	519	2057	1976	1894	1813	财务费用	(2026)	(2473)	(3061)	(3322)	(3617)
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
<b>资产总计</b>	<b>152715</b>	<b>165433</b>	<b>186515</b>	<b>203410</b>	<b>220348</b>	其他收入	(36)	75	(345)	(373)	(403)
短期借款及交易性金融负债	376	15	250	213	159	营业利润	37174	42004	45472	49906	54962
应付款项	8135	9597	9128	9868	10384	营业外净收支	(71)	(91)	(81)	(86)	(83)
其他流动负债	27249	23072	30599	32482	34319	<b>利润总额</b>	<b>37104</b>	<b>41913</b>	<b>45391</b>	<b>49820</b>	<b>54879</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>35759</b>	<b>32683</b>	<b>39977</b>	<b>42563</b>	<b>44862</b>	所得税费用	9133	10392	11302	12405	13665
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1280	1310	1419	1557	1716
其他长期负债	271	400	449	394	395	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>26691</b>	<b>30211</b>	<b>32669</b>	<b>35858</b>	<b>39498</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>271</b>	<b>400</b>	<b>449</b>	<b>394</b>	<b>395</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>36031</b>	<b>33084</b>	<b>40426</b>	<b>42957</b>	<b>45257</b>	净利润	26691	30211	32669	35858	39498
少数股东权益	2659	2791	3464	4202	5015	资产减值准备	15	(22)	(2)	(1)	(1)
股东权益	114025	129558	142626	156252	170076	折旧摊销	505	515	854	1226	1466
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>152715</b>	<b>165433</b>	<b>186515</b>	<b>203410</b>	<b>220348</b>	公允价值变动损失	(26)	(4)	(13)	(14)	(10)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(2026)	(2473)	(3061)	(3322)	(3617)
每股收益	6.88	7.78	8.42	9.24	10.18	营运资本变动	(4403)	11071	2938	(5108)	4228
每股红利	3.27	4.09	5.05	5.73	6.61	其它	657	643	674	739	813
每股净资产	29.38	33.38	36.74	40.25	43.82	<b>经营活动现金流</b>	<b>23438</b>	<b>42414</b>	<b>37121</b>	<b>32700</b>	<b>45996</b>
ROIC	25.90%	25.51%	26%	28%	30%	资本开支	0	(2150)	(3254)	(3579)	(3579)
ROE	23.41%	23.32%	23%	23%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	75%	76%	76%	78%	79%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(75)</b>	<b>(2184)</b>	<b>(3311)</b>	<b>(3625)</b>	<b>(3625)</b>
EBIT Margin	47%	47%	47%	48%	49%	权益性融资	0	23	0	0	0
EBITDA Margin	48%	48%	48%	49%	51%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	13%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(12681)	(15894)	(19602)	(22232)	(25674)
净利润增长率	14%	13%	8%	10%	10%	其它融资现金流	12022	14634	236	(37)	(54)
资产负债率	25%	22%	24%	23%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(13341)</b>	<b>(17132)</b>	<b>(19366)</b>	<b>(22268)</b>	<b>(25728)</b>
股息率	2.3%	2.9%	3.5%	4.0%	4.6%	<b>现金净变动</b>	<b>10022</b>	<b>23098</b>	<b>14444</b>	<b>6807</b>	<b>16643</b>
P/E	20.8	18.4	17.0	15.5	14.1	货币资金的期初余额	82336	92358	115456	129900	136707
P/B	4.9	4.3	3.9	3.6	3.3	货币资金的期末余额	92358	115456	129900	136707	153350
EV/EBITDA	16.8	14.9	13.8	12.5	11.4	企业自由现金流	0	38820	32317	27455	40613
						权益自由现金流	0	53454	34851	29913	43276

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