

五粮液 (000858.SZ)

重用内部人才，推进改革深化

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	73,969	83,272	90,767	98,936	108,829
增长率 yoy (%)	11.7	12.6	9.0	9.0	10.0
归母净利润 (百万元)	26,690	30,211	33,037	36,351	40,273
增长率 yoy (%)	14.2	13.2	9.4	10.0	10.8
ROE (%)	24.0	23.8	23.2	22.6	22.0
EPS 最新摊薄 (元)	6.88	7.78	8.51	9.36	10.38
P/E (倍)	21.9	19.3	17.7	16.1	14.5
P/B (倍)	5.1	4.5	4.0	3.6	3.2

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：12月30日，五粮液发布《第六届董事会2024年第17次会议决议公告》，董事会审议通过议案选聘陈翀先生和王源培先生为公司副总经理；12

月31日，五粮液发布《第六届董事会2024年第18次会议决议公告》，董事会审议通过议案选举华涛先生为公司第六届董事会副董事长，公司战略委员会、全面预算管理委员会及提名委员会因部分董事人员变更进行相应调整。

近年来五粮液管理层变换较为频繁，此次变更是内部培养人才得到重用，酒业调整期深化改革有望持续推进。陈翀与王源培均为地道五粮液人，均有大

区一线工作经历，其中陈翀先后在西北片区、华东营销中心、五品部、集团公司等处任职，对公司上下经营与管理具有丰富经验，此次进入高管团队，有望对公司深化改革过程中各方平衡提供统筹视角和润滑作用。

王源培深耕华东多地市场，尤其掌舵江苏营销大区，作为华东地区最大的白酒市场，也是五粮液走向全国的桥头堡，曾在百亿华东的规划中独自承担50亿的目标。具有参照意义的是，2017年2月，汾酒集团签订经营业绩责任书并首先开启营销系统变革，曾任汾酒北京公司经理的李俊担任销售公司总经理一职，后于2018年1月被聘任为山西汾酒公司副总经理；北京是山西汾酒开启全国化的关键市场，作为省外核心市场的操盘手，李俊对公司销售的全面统管，助力公司启动跨越式增长。

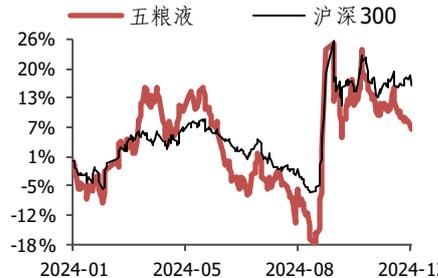
华涛自2024年9月进入五粮液，接任蒋文革担任公司总经理，此前拥有30年扎根宜宾的工作经验，其先后在多个局办（委）担任要职，对当地情况极为熟悉，曾任宜宾高新技术产业园区党工委副书记、管委会主任。据云酒头条，华涛以务实的工作风格、出色的管理能力和各个岗位上显著的业绩，在宜宾政商界有口皆碑，得到评价“熟悉宜宾，能力很强，岗位经验丰富，是干事的人”。华涛曾带领高新区实现“跨越式发展”，产业发展经历了从无到有、从有到强的蝶变，恰恰是五粮液在面临白酒行业深度调整期所需要的“实战派人才”。近期，华涛率队调研泰国、越南酒类市场，进一步推进五粮液海外市场发展。

买入（维持评级）

股票信息

行业	食品饮料
2024年12月31日收盘价 (元)	140.04
总市值 (百万元)	543,580.39
流通市值 (百万元)	543,568.89
总股本 (百万股)	3,881.61
流通股本 (百万股)	3,881.53
近3月日均成交额 (百万元)	4,170.38

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 卢潇航

执业证书编号：S1070523110001

邮箱：luxiaohang@cgws.com

相关研究

- 《高质量增长释放转向信号》2024-09-05
- 《重新认识五粮液》2024-07-15
- 《Q1较快增长下，对全年政策执行效果保持乐观》2024-05-09

管理团队进一步年轻化。此次进入高管序列的陈翀和王源培今年分别为 46 和 38 岁，是全体现任高管中最年轻的两位，随着 85-90 后逐渐成为社会中坚力量，年轻化的管理团队更能适应新消费人群需求的变迁。

图表 1: 五粮液公司高管

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份	年龄
▶ 华涛	总经理	2024-09-30	男	中国	本科	1973	52
▶ 岳松	副总经理	2022-03-03	男	中国	本科	1972	53
▶ 王源培	副总经理	2024-12-30	男	中国	本科	1987	38
▶ 章欣	副总经理	2023-09-25	男	中国	硕士	1969	56
▶ 蒋佳	副总经理	2024-02-02	男	中国	本科	1974	51
▶ 陈翀	副总经理	2024-12-30	男	中国	本科	1979	46
▶ 章欣	财务总监	2024-06-25	男	中国	硕士	1969	56
▶ 章欣	董事会秘书	2024-04-19	男	中国	硕士	1969	56
▶ 杨韵霞	总工程师	2022-05-27	女	中国	本科	1971	54

资料来源: ifind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

投资建议: 公司核心大单品动销韧性经受反复验证, 在提价减量的政策执行下, 供需矛盾正在得到解决, 回归高质量增长。作为浓香龙头, 在供需关系协调得当的情况下, 公司仍有能力成功推出新品分担大单品增长压力, 并向上突破更高价格带市场。在当前增速下, 公司将有望顺利完成十四五计划。我们预测公司 2024-2026 年 EPS 为 8.51、9.36、10.38 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 17.7x、16.1x、14.5x, 维持“买入”评级。

风险提示: 消费修复不及预期; 价格走势不及预期; 食品安全问题; 市场波动风险; 消费税政策可能发生变化。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	137566	147182	167400	189131	212262
现金	92358	115456	137100	158235	179113
应收票据及应收账款	156	43	188	87	267
其他应收款	31	40	33	40	32
预付账款	136	169	161	235	309
存货	15981	17388	18919	23534	27541
其他流动资产	28904	14086	11000	7000	5000
非流动资产	15246	18251	19298	19933	20695
长期股权投资	1986	2020	2146	2279	2418
固定资产	5315	5190	6583	7687	8658
无形资产	519	2057	2248	2482	2763
其他非流动资产	7427	8984	8321	7485	6855
资产总计	152812	165433	186698	209064	232957
流动负债	35759	32683	37509	40445	41208
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8135	9597	9646	10183	10907
其他流动负债	27624	23087	27863	30262	30301
非流动负债	366	400	380	395	410
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	366	400	380	395	410
负债合计	36125	33084	37889	40840	41618
少数股东权益	2659	2791	4341	6037	7898
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	107464	122994	138957	156169	174749
归属母公司股东权益	114028	129558	144468	162187	183441
负债和股东权益	152812	165433	186698	209064	232957

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	24431	41742	37806	36833	36620
净利润	27970	31521	34587	38047	42135
折旧摊销	577	590	638	797	953
财务费用	-2026	-2473	-3740	-4382	-5012
投资损失	-93	-58	-85	-83	-80
营运资金变动	-4119	9402	6265	2339	-1491
其他经营现金流	2123	2760	141	115	115
投资活动现金流	-1716	-2932	-1742	-1447	-1734
资本支出	1781	2957	1322	1433	1721
长期投资	-6	0	-125	-133	-140
其他投资现金流	70	25	-295	119	126
筹资活动现金流	-13105	-16300	-14421	-14250	-14008
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-13105	-16300	-14421	-14250	-14008
现金净增加额	9609	22511	21643	21135	20878

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	73969	83272	90767	98936	108829
营业成本	18178	20157	21784	23349	25792
营业税金及附加	10749	12532	13271	14590	16038
销售费用	6844	7796	9984	10685	11427
管理费用	3068	3319	3449	4155	4571
研发费用	236	322	363	297	326
财务费用	-2026	-2473	-3740	-4382	-5012
资产和信用减值损失	-28	-5	-1	-1	-2
其他收益	187	331	224	239	245
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	93	58	85	83	80
资产处置收益	3	1	1	1	2
营业利润	37174	42004	45964	50563	56010
营业外收入	39	45	44	45	43
营业外支出	110	136	147	137	133
利润总额	37104	41913	45861	50471	55921
所得税	9134	10392	11274	12425	13786
净利润	27970	31521	34587	38047	42135
少数股东损益	1280	1310	1550	1696	1861
归属母公司净利润	26690	30211	33037	36351	40273
EBITDA	35653	40027	42759	46887	51862
EPS (元/股)	6.88	7.78	8.51	9.36	10.38

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	11.7	12.6	9.0	9.0	10.0
营业利润 (%)	14.2	13.0	9.4	10.0	10.8
归属母公司净利润 (%)	14.2	13.2	9.4	10.0	10.8
获利能力					
毛利率 (%)	75.4	75.8	76.0	76.4	76.3
净利率 (%)	37.8	37.9	38.1	38.5	38.7
ROE (%)	24.0	23.8	23.2	22.6	22.0
ROIC (%)	23.1	22.8	22.0	21.4	20.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.6	20.0	20.3	19.5	17.9
净负债比率 (%)	-78.6	-87.0	-92.0	-93.9	-93.5
流动比率	3.8	4.5	4.5	4.7	5.2
速动比率	3.4	4.0	4.0	4.1	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1481.1	2126.1	2000.0	1800.0	1600.0
应付账款周转率	2.9	2.5	2.5	2.6	2.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	6.88	7.78	8.51	9.36	10.38
每股经营现金流 (最新摊薄)	6.29	10.75	9.74	9.49	9.43
每股净资产 (最新摊薄)	29.38	33.38	37.22	41.78	47.26
估值比率					
P/E	21.9	19.3	17.7	16.1	14.5
P/B	5.1	4.5	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	13.9	11.8	10.6	9.2	8.0

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深300指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044

传真：86-10-88366686