

五粮液 (000858)

全面改革勇毅破局，期待运营创新落地

买入 (维持)

2025年03月27日

证券分析师 苏轶

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

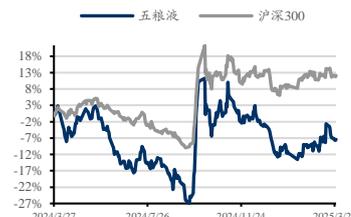
证券分析师 孙瑜

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	94260	103836
同比 (%)	11.72	12.58	6.61	6.17	10.16
归母净利润 (百万元)	26690	30211	32327	34285	38347
同比 (%)	14.17	13.19	7.01	6.06	11.85
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.88	7.78	8.33	8.83	9.88
P/E (现价&最新摊薄)	19.47	17.20	16.08	15.16	13.55

股价走势



投资要点

- **事件:** 近期五粮液营销体系发生一系列重大变革，春糖期间我们前往公司调研，就相关问题进行交流更新。
- **聚合力，应变局，营销改革砥砺前行。** 2025年，为强化营销力量、优化市场管控，公司毅然启动营销改革。**1) 人事管理方面:** 公司以专业化团队、市场化导向的新面貌，转变作风，真抓实干。新任总经理上任以来深入调研市场，亲自主抓营销。同时公司也以市场化聘任方式提拔蒋佳等3位分管营销的副总经理，以便扁平化直管27个营销大区；对营销团队全员要求深化绩效考核、提升人岗适配度，并对业务工作进行具体分解，要求“弯下腰、俯下身、早出工、多下田”，以更好落实营销组合拳。**2) 组织架构方面:** 1是撤销五品部，成立销售公司，下设9个部门，囊括品牌运营、数字化营销、海外拓展等战略职能，以便缩短决策流程，高效应对市场变化。2是成立经销商持股的专营公司，对接新渠道、新场景、新需求。**3) 渠道管控方面:** 公司于2025年1月初即宣布对传统渠道停货，随后要求按统一规则调减传统渠道配额，减量部分转由新成立的专营公司承接，以直销形式开拓团购销量。在社会库存积压、普五价盘承压背景下，此举有助于提升公司销售主导权，强化资源统筹和厂商利益绑定，以更好实现精准营销。
- **统筹大商成立专营公司，帮助推动渠道重塑、优化量价调控。** 2月12日，四川五浚酒类销售有限公司、四川五钧酒类销售有限公司成立。**① 四川五浚销售公司**由五浚供应链管理合伙企业100%持股，后者合伙人为19家大商及五购商贸；19家大商主要分布于河南、江浙区域，各出资3千万元，五购为执行事务合伙人。**② 四川五钧销售公司**由五钧供应链管理合伙企业100%持股，后者合伙人为14家大商及五渺商贸；14家大商主要分布于华北、华南区域，各出资3千万元，五渺为执行事务合伙人。五粮液传统渠道减量，转由专营公司承接团购直销增量，1是通过绑定各区域大商，以统一规则管理，有助于避免窜货及价格内卷，并且现有传统渠道配额减少也有利于商家惜售挺价；2是便于更好统筹资源进行分片区网格化的营销管理，并加强对直达C端的销售管控。
- **改革风劲奋楫笃行，短期稳价已有见效，期待后续C端销售取得积极成果。** 在现有大商制基础上，五粮液已迈出渠道生态优化的关键一步，专营公司带来的渠道变革，结合实干派营销高管的专业管理，将是公司强化营销管控的有益尝试。短期来看，渠道结构调整，流通渠道减量有助于破解商家价格信心不足的难题，2025春节期间普五动销份额保持稳定，同时批价也逐步回升至930元水平。中长期来看，专营公司体制，1是可以绑定核心大商，凝聚多方力量帮助稳定规模和价盘；2是在民营企业体制下，强化对营销人员和经销商的市场化激励与管理；3是可以探索与企业团购客户合作共赢的跨界营销新模式，聚焦资源开发新需求、新场景，将是探索渠道创新运营的重要载体。后续可重点关注公司在团购直销方面的创新举措。

市场数据

收盘价(元)	133.90
一年最低/最高价	106.33/178.76
市净率(倍)	3.81
流通A股市值(百万元)	519,736.32
总市值(百万元)	519,747.31

基础数据

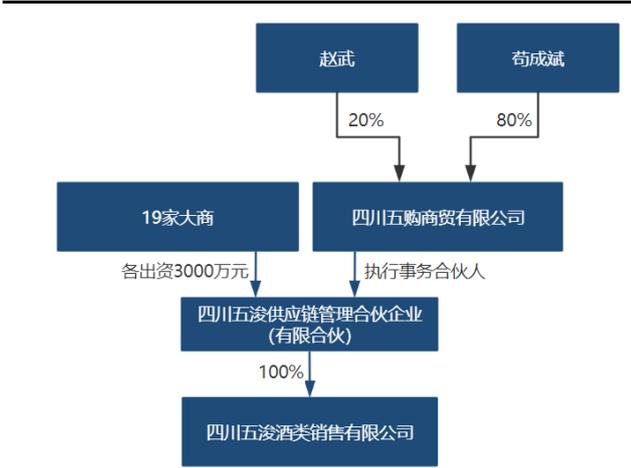
每股净资产(元,LF)	35.13
资产负债率(%,LF)	18.99
总股本(百万股)	3,881.61
流通A股(百万股)	3,881.53

相关研究

- 《五粮液(000858): 重视量价统筹，深化机制改革》
2024-12-19
- 《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

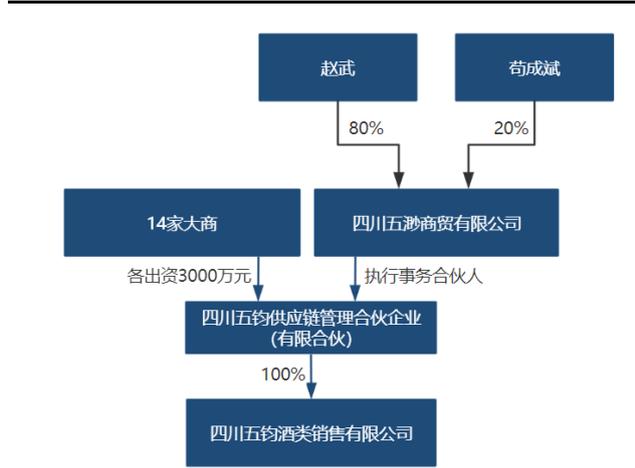
- **盈利预测与投资建议:** 行业低谷既是酒企降速调整的压力期,也是不破不立、干事创业的机遇期,期待公司通过破釜沉舟的营销体系改革,推动营销运营焕发新机。我们微调 2024~26 年归母净利润预测为 323/343/383 亿元(前值 322/345/386 亿元),对应 PE 为 16/15/14X,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、渠道改革进程偏慢。

图 1: 五浚销售公司股权结构



数据来源: 天眼查, 东吴证券研究所

图 2: 五钧销售公司股权结构



数据来源: 天眼查, 东吴证券研究所

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	163,109	169,547	184,637	营业总收入	83,272	88,780	94,260	103,836
货币资金及交易性金融资产	115,456	118,177	124,020	137,247	营业成本(含金融类)	20,157	20,617	21,398	22,880
经营性应收款项	14,299	27,144	25,685	25,782	税金及附加	12,532	13,228	14,139	15,558
存货	17,388	17,753	19,801	21,563	销售费用	7,796	9,269	10,464	11,515
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,319	3,374	3,506	3,686
其他流动资产	40	36	42	45	研发费用	322	311	330	363
非流动资产	18,251	19,695	21,785	22,408	财务费用	(2,473)	(2,767)	(2,833)	(2,973)
长期股权投资	2,020	2,054	2,088	2,122	加:其他收益	331	260	266	303
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	65	68
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	45,054	47,573	53,168
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	182,804	191,333	207,045	利润总额	41,913	44,989	47,497	53,091
流动负债	32,683	38,790	35,562	38,186	减:所得税	10,392	11,157	11,637	13,007
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	33,832	35,860	40,084
经营性应付款项	9,614	9,099	6,036	7,906	减:少数股东损益	1,310	1,505	1,576	1,737
合同负债	6,864	13,401	12,839	12,584	归属母公司净利润	30,211	32,327	34,285	38,347
其他流动负债	16,190	16,040	16,473	17,537	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.78	8.33	8.83	9.88
非流动负债	400	400	400	400	EBIT	39,472	42,242	44,690	50,137
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	40,454	42,739	45,132	50,478
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.79	76.78	77.30	77.97
租赁负债	116	116	116	116	归母净利率(%)	36.28	36.41	36.37	36.93
其他非流动负债	285	285	285	285	收入增长率(%)	12.58	6.61	6.17	10.16
负债合计	33,084	39,191	35,962	38,586	归母净利润增长率(%)	13.19	7.01	6.06	11.85
归属母公司股东权益	129,558	139,317	149,499	160,851					
少数股东权益	2,791	4,296	5,872	7,608					
所有者权益合计	132,349	143,613	155,370	168,459					
负债和股东权益	165,433	182,804	191,333	207,045					

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	26,752	31,850	40,572	每股净资产(元)	33.38	35.89	38.51	41.44
投资活动现金流	(2,932)	(2,168)	(2,430)	(973)	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	22.98	22.52	23.34
现金净增加额	22,511	2,248	5,277	12,547	ROE-摊薄(%)	23.32	23.20	22.93	23.84
折旧和摊销	982	496	443	341	资产负债率(%)	20.00	21.44	18.80	18.64
资本开支	(2,955)	(2,104)	(2,371)	(907)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.20	16.08	15.16	13.55
营运资本变动	9,402	(7,820)	(4,368)	124	P/B(现价)	4.01	3.73	3.48	3.23

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>