

五粮液 (000858.SZ)

营销执行提升，风雨兼程不改初心

公司召开 2024 年股东大会，会上公司表态积极奋进，环境有挑战不改初心，分红有望进一步提升。普五坚持量价平衡，1618 强化动销，宴席市场表现亮眼。营销执行提升年，精细化渠道政策推进。创新低度酒，跨界合作，推动品牌年轻化、国际化。营销执行提升，初心不变前行，维持 2025-2027 年 EPS 预测 8.59、9.02、9.44 元，维持“强烈推荐”评级。

- 表态积极奋进，环境有挑战不改初心，分红有望进一步提升。董事长提出五大关键词：稳健、卓越、出圈、变革、回报。虽然大环境有挑战，但公司初心不变，决心不变，信心不变，通过精细化运作、产品推新、营销市场化改革，努力实现与 GDP 增速一致的目标。2024 年分红率提升至 70%、未来有望进一步提升。
- 普五坚持量价平衡，1618 强化动销，宴席市场表现亮眼。普五坚持量价平衡，科学把控投放节奏，动态优化经销商合同计划、拓展新兴市场（电商增超 20%）、创新营销活动（下半年推体育营销，如世界杯）、强化会员体系以提升粘性。1618 以高质量动销为导向，加大市场投入与消费者培育，加强终端拼抢以提升份额。宴席市场表现亮眼（H1 宴席场次增 24%，开瓶量增 20%，千元价格带占绝对优势）。系列酒瞄准高性价比与代际消费，做大做强核心单品（目标打造 10 亿/20 亿/50 亿级大单品）。
- 营销执行提升年，精细化渠道政策推进。营销执行年提升，实施“一地一策、一商一策、一渠一策、一群一策”策略。巩固优势市场（华东）、攻克对垒市场（四川）、突破薄弱市场（广东）。在 20 个城市推行终端直配，降低物流成本。成立销售公司、实施市场化机制考核，目前持续推进内训，领导亲自下场、每个管理层对靠一个大区。
- 创新低度酒，跨界合作，推动品牌年轻化、国际化。年轻人偏好低度，下半年将推出新品 29 度五粮液，积极拓展新型渠道，打造多元消费场景，开展五粮液新潮饮体验店。积极推动五粮液品牌出海，推进全球“可见可买”工程（覆盖超 100 国）；与米其林合作（进驻 1500 家餐厅，触达 2000 万消费者）
- 投资建议：营销执行提升，初心不变前行，维持“强烈推荐”评级。行业进入深度调整周期，且面临政策扰动，公司短期经营承压，厂商关系仍处于再平衡中。但我们看到，政策开启纠偏，公司安全边际足，当下渠道库存已下降至较为健康的水平，扣除现金后对应估值仅 10x PE，品牌力支撑公司穿越周期，建议超跌后布局，维持 2025-2027 年 EPS 预测 8.59、9.02、9.44 元，维持“强烈推荐”评级。

- 风险提示：经济恢复不及预期、营销改革不及预期、竞争格局加剧、政策风险

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	83272	89175	93460	97859	102105
同比增长	13%	7.1%	5%	5%	4%
营业利润(百万元)	42004	44200	46284	48568	50870
同比增长	13%	5.2%	5%	5%	5%

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

目标估值:

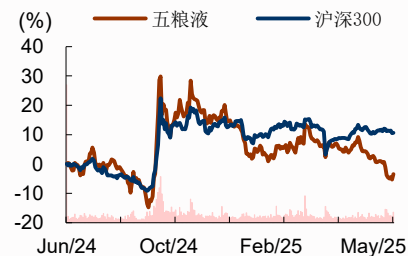
当前股价: 119.56 元

基础数据

总股本(百万股)	3882
已上市流通股(百万股)	3881
总市值(十亿元)	464.1
流通市值(十亿元)	464.1
每股净资产(MRQ)	38.2
ROE(TTM)	22.1
资产负债率	23.3%
主要股东	宜宾发展控股集团有限公司
主要股东持股比例	34.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-15	-6
相对表现	-6	-13	-16



相关报告

- 1、《五粮液 (000858) 一开局平稳，目标务实》2025-04-26
- 2、《五粮液 (000858) 一思路延续，顺势而为——1218 经销商大会点评》2024-12-19
- 3、《五粮液 (000858) 一业绩符合预期，分红方案落地》2024-10-31

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

归母净利润(百万元)	30211	31853	33355	35002	36661
同比增长	13%	5.4%	5%	5%	5%
每股收益(元)	7.78	8.21	8.59	9.02	9.44
PE	15.4	14.6	13.9	13.3	12.7
PB	3.6	3.5	3.2	3.0	2.8

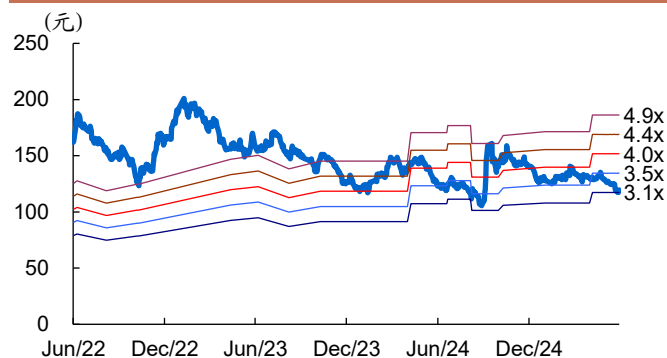
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：五粮液历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：五粮液历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《五粮液（000858）—开局平稳，目标务实》2025-04-26
- 2、《五粮液（000858）—思路延续，顺势而为—1218 经销商大会点评》2024-12-19
- 3、《五粮液（000858）—业绩符合预期，分红方案落地》2024-10-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	147182	165783	176787	189041	201942
现金	115456	127399	136680	147176	158474
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	10	11	11	12
应收款项	43	37	39	41	43
其它应收款	40	47	50	52	54
存货	17388	18234	18989	19755	20399
其他	14256	20056	21019	22007	22960
非流动资产	18251	22469	24023	25409	26644
长期股权投资	2020	2082	2082	2082	2082
固定资产	5190	7265	9114	10763	12233
无形资产商誉	2058	2673	2406	2165	1949
其他	8982	10450	10421	10399	10380
资产总计	165433	188252	200809	214450	228586
流动负债	32683	51027	51125	51640	52073
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	9597	9493	9886	10285	10621
预收账款	6882	11699	12184	12675	13089
其他	16205	29834	29055	28680	28364
长期负债	400	831	831	831	831
长期借款	0	0	0	0	0
其他	400	831	831	831	831
负债合计	33084	51857	51956	52470	52904
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积金	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	122994	126721	137776	149430	161589
少数股东权益	2791	3110	4513	5986	7528
归属于母公司所有者权益	129558	133285	144341	155994	168154
负债及权益合计	165433	188252	200809	214450	228586

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41742	33940	31078	32633	34288
净利润	31521	33193	34759	36475	38204
折旧摊销	590	783	1084	1252	1403
财务费用	11	40	(3200)	(3500)	(3800)
投资收益	(58)	(75)	(349)	(349)	(349)
营运资金变动	9843	990	(1215)	(1244)	(1169)
其它	(165)	(992)	0	0	0
投资活动现金流	(2932)	(2642)	(2289)	(2289)	(2289)
资本支出	(2957)	(2666)	(2638)	(2638)	(2638)
其他投资	25	24	349	349	349
筹资活动现金流	(16300)	(19622)	(19509)	(19849)	(20701)
借款变动	(4191)	5402	(409)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(14680)	(28126)	(22300)	(23349)	(24501)
其他	2571	3102	3200	3500	3800
现金净增加额	22510	11675	9281	10496	11298

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	83272	89175	93460	97859	102105
营业成本	20157	20461	21309	22168	22892
营业税金及附加	12532	13041	13668	14311	14932
营业费用	7796	10692	11663	12412	13143
管理费用	3319	3555	3662	3805	3954
研发费用	322	405	425	444	464
财务费用	(2473)	(2834)	(3200)	(3500)	(3800)
资产减值损失	(3)	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	331	274	274	274	274
投资收益	58	75	75	75	75
营业利润	42004	44200	46284	48568	50870
营业外收入	45	40	40	40	40
营业外支出	136	77	77	77	77
利润总额	41913	44163	46247	48531	50833
所得税	10392	10970	11488	12057	12629
少数股东损益	1310	1340	1403	1473	1543
归属于母公司净利润	30211	31853	33355	35002	36661

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	13%	7.1%	5%	5%	4%
营业利润	13%	5.2%	5%	5%	5%
归母净利润	13%	5.4%	5%	5%	5%
获利能力					
毛利率	75.8%	77.1%	77.2%	77.3%	77.6%
净利率	36.3%	35.7%	35.7%	35.8%	35.9%
ROE	24.8%	24.2%	24.0%	23.3%	22.6%
ROIC	23.8%	23.1%	22.7%	21.8%	20.9%
偿债能力					
资产负债率	20.0%	27.5%	25.9%	24.5%	23.1%
净负债比率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	3.2	3.5	3.7	3.9
速动比率	4.0	2.9	3.1	3.3	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	840.0	1975.0	1916.0	1915.0	1911.0
应付账款周转率	2.3	2.1	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	7.78	8.21	8.59	9.02	9.44
每股经营净现金	10.75	8.74	8.01	8.41	8.83
每股净资产	33.38	34.34	37.19	40.19	43.32
每股股利	4.67	5.75	6.02	6.31	6.61
估值比率					
PE	15.4	14.6	13.9	13.3	12.7
PB	3.6	3.5	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	10.5	10.0	9.5	9.1	8.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。