

## 食品饮料

2025年03月25日

## 五粮液 (000858)

——组织变革激活千亿品牌动能

## 增持(维持)

## 市场数据 2025年03月25日

收盘价(元)	134.31
一年内最高/最低(元)	164.05/107.69
市净率	3.8232
股息率(分红/股份)	5.39
流通A股市值(百万元)	521,328
上证指数/深证成指	3,370.03/10,695.49

注：“股息率”以最近1年已公布分红计算

## 基础数据 2024年09月30日

每股净资产(元)	35.13
资产负债率%	18.99
总股本/流通A股(百万)	3,882/3,882
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 证券分析师

马世辉 17732313273  
S0400523110001  
mashihui@cdzq.com

## 研报摘要:

- 事件简介:** 近日,五粮液宣布撤销品牌事务部(五品部),成立宜宾五粮液酒类销售有限责任公司,标志着这家白酒巨头开启了自2017年战略改革以来最深度的组织重构。此次调整不仅是对短期市场波动的应对,更是五粮液基于行业趋势与企业战略的主动破局。
- 改革动因:** 此次改革的直接导火索是2024年末部分区域普五批价跌破900元,传统渠道管控失效暴露了原有营销体系的结构性问题。但更深层的矛盾在于,随着白酒行业进入存量竞争阶段,五粮液亟需突破传统经销模式的路径依赖。过去分散的大区管理导致资源内耗,决策链条冗长,难以适应消费者需求的快速迭代。数据显示,2024年普五社会库存一度攀升至高位,终端动销压力倒逼企业必须重构渠道话语权。
- 改革路径:** 新酒类销售公司整合了原五品部和专卖店管理部,将27个营销大区重组为北、南、东三大片区,构建了“总部-区域中心-终端”的垂直管理架构。管理层级压缩后,决策流程从20天缩短至7天,市场响应速度得到显著提升。此外,公司试点专营公司,引导核心经销商股权绑定,渠道费用投放精准度提高40%,有效控制了窜货问题。
- 行业启示:** 五粮液改革揭示了白酒行业的三大趋势:首先,渠道管理从“压货式增长”转向“控盘分利”,春节期间通过停货策略,普五批价回升至930-940元;其次,组织能力成为核心竞争力,管理层年轻化(新任销售公司总经理陈翀仅42岁)和专业化趋势显著;最后,数字化基建成为竞争焦点,五粮液在2024年投资5.2亿元升级供应链系统,库存周转天数从90天降至68天。在“十四五”收官之年,五粮液通过组织重构,不仅巩固了千元价格带的龙头地位,更重要的是为传统酒企探索出一条“品牌势能+渠道效能+数字动能”的增长新路径。
- 投资建议:** 鉴于五粮液在品牌、产品与渠道上的深厚积累,以及当前改革所展现出的决心与执行力,我们认为其未来发展前景广阔。因此,我们维持对五粮液的“增持”评级。
- 风险提示:** 需求持续疲软;批价不及预期;经营策略执行不及预期。

## 财务数据及盈利预测

报告期	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	739.69	832.72	924.61	1,025.84	1,129.83
营业收入增长率(%)	11.72	12.58	11.03	10.95	10.14
归母净利润(百万元)	266.91	302.11	349.62	447.85	502.08
归母净利润增长率(%)	14.17	13.19	15.73	28.10	12.11
每股收益(元/股)	6.88	7.78	9.01	11.54	12.93
PE	21.60	19.08	16.49	12.87	11.48
PB	5.06	4.45	3.50	2.75	2.22
EV/EBITDA	13.81	11.64	9.86	6.43	5.52
ROE(%)	23.97	23.82	21.66	21.71	19.56

注:“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 1. 事件简介

近日，五粮液宣布撤销品牌事务部（五品部），成立宜宾五粮液酒类销售有限责任公司，标志着这家白酒巨头开启了自2017年战略改革以来最深度的组织重构。此次调整不仅是对短期市场波动的应对，更是五粮液基于行业趋势与企业战略的主动破局。

## 2. 改革动因：从被动承压到主动求变

此次改革的直接导火索是2024年末部分区域普五批价跌破900元，传统渠道管控失效暴露了原有营销体系的结构性问题。但更深层的矛盾在于，随着白酒行业进入存量竞争阶段，五粮液亟需突破传统经销模式的路径依赖。过去分散的大区管理导致资源内耗，决策链条冗长，难以适应消费者需求的快速迭代。数据显示，2024年普五社会库存一度攀升至高位，终端动销压力倒逼企业必须重构渠道话语权。

## 3. 改革路径：组织扁平化与资源集约化

新成立的酒类销售公司整合原五品部及专卖店管理部职能，将27个营销大区重组为北、南、东三大片区，形成“总部-区域中心-终端”的垂直管理架构。通过压缩管理层级，决策流程从平均20天缩短至7天内，显著提升市场响应速度。同时，公司试点成立专营公司，引导核心经销商以股权形式绑定利益，将渠道费用投放精准度提升40%，有效遏制窜货问题。

## 4. 战略深意：数字化赋能下的渠道革命

此次改革暗含五粮液“双轮驱动”的战略升级。一方面，通过组织变革强化“厂商一体化”，2025年计划将终端直配率提升至65%，物流成本降低12%；另一方面，深化数字化转型，依托“数字酒证”平台实现产品全生命周期溯源，2024年已完成30万家终端的数据采集，未来将构建消费者画像系统，推动营销从“人找货”向“货找人”转变。这种“线下渠道精耕+线上数据赋能”的模式，正是白酒行业从粗放扩张转向精细化运营的典型范式。

## 5. 行业启示：传统酒企的现代化转型样本

五粮液的改革折射出白酒行业三大趋势：其一，渠道管控从“压货式增长”转向“控盘分利”，2025年春节期间通过停货挺价，普五批价已回升至930-940元区间；其二，组织能力成为核心竞争力，管理层年轻化（新任销售公司总经理陈翀年仅42岁）与专业化趋势明显；其三，

数字化基建成为必争之地,2024年五粮液投入5.2亿元升级供应链系统,库存周转天数从90天降至68天。

站在"十四五"收官之年,五粮液通过此次组织重构,不仅巩固了千元价格带龙头地位,更重要的是为传统酒企探索出一条"品牌势能+渠道效能+数字动能"的增长新路径。随着改革红利持续释放,这家拥有千年酿酒史的企业,正以现代化的姿态书写新的传奇。

## 6. 投资建议

公司其组织架构调整与渠道变革有望为业绩带来长期增长动力。五粮液通过撤销品牌事务部并成立酒类销售公司,实现了营销体系的集中化与高效化,这将极大提升市场响应速度与渠道管控能力。同时,公司正积极推进数字化转型,利用大数据与智能化手段优化供应链管理,增强消费者洞察,为精准营销与个性化服务奠定基础。

鉴于五粮液在品牌、产品与渠道上的深厚积累,以及当前改革所展现出的决心与执行力,我们认为其未来发展前景广阔。因此,我们维持对五粮液的“增持”评级。

## 7. 风险提示

- (1) 需求持续疲软;
- (2) 批价不及预期;
- (3) 经营策略执行不及预期。

## 三大报表预测值

### 资产负债表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	1,375.66	1,471.82	1,843.85	2,330.47	2,877.93
货币资金	923.58	1,154.56	1,237.36	2,056.34	2,229.39
应收票据及应收账款	290.60	141.29	446.97	187.05	475.24
存货	159.81	173.88	157.01	84.52	170.40
非流动资产合计	151.49	182.51	174.04	167.74	159.10
长期股权投资	19.86	20.20	20.77	21.32	21.81
固定资产	53.11	51.88	64.81	70.55	71.79
在建工程	37.73	56.23	37.49	24.99	16.66
无形资产	5.19	20.57	19.20	17.92	16.72
资产合计	1,527.15	1,654.33	2,017.89	2,498.21	3,037.03
流动负债合计	357.59	326.83	324.68	336.55	350.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	81.35	95.97	55.05	62.69	62.18
非流动负债合计	2.71	4.00	3.81	3.84	3.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	360.31	330.84	328.50	340.39	354.39
实收资本(或股本)	38.82	38.82	38.82	38.82	38.82
资本公积	26.83	26.83	26.83	26.83	26.83
留存收益	1,074.61	1,229.94	1,579.56	2,027.41	2,529.49
归属母公司股东权益合计	1,140.25	1,295.58	1,645.20	2,093.05	2,595.13
少数股东权益	26.59	27.91	44.19	64.77	87.51
负债和所有者权益总计	1,527.15	1,654.33	2,017.89	2,498.21	3,037.03

### 现金流量表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	244.31	417.42	60.34	786.45	131.54
净利润	279.71	315.21	365.90	468.43	524.82
折旧摊销	5.05	5.15	7.19	8.03	8.29
营运资本变动	75.49	-165.57	287.08	-320.50	388.37
投资活动产生的现金流量净额	-17.16	-29.32	-4.65	-0.81	-1.54
资本开支	17.81	29.57	2.75	-0.99	-0.26
投资变动	0.00	0.00	0.57	0.55	0.49
筹资活动产生的现金流量净额	-131.05	-163.00	27.11	33.37	43.08
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	96.09	225.11	82.79	818.98	173.05
期初货币资金	823.36	923.58	1,154.56	1,237.36	2,056.34
货币资金	923.58	1,154.56	1,237.36	2,056.34	2,229.39

### 利润表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	739.69	832.72	924.61	1,025.84	1,129.83
营业成本	181.78	201.57	199.54	145.98	153.93
营业税金及附加	107.49	125.32	136.74	151.72	168.07
销售费用	68.44	77.96	87.65	96.07	106.23
管理费用	30.68	33.19	38.57	42.08	46.17
研发费用	2.36	3.22	3.00	3.52	3.97
财务费用	-20.26	-24.73	-23.87	-32.88	-42.79
资产减值损失	-0.26	-0.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.93	0.58	0.87	0.83	0.80
营业利润	371.74	420.04	486.34	622.75	697.85
营业外收支	-0.71	-0.91	-0.88	-0.83	-0.87
利润总额	371.04	419.13	485.46	621.92	696.98
减:所得税费用	91.33	103.92	119.56	153.48	172.16
净利润	279.71	315.21	365.90	468.43	524.82
少数股东损益	12.80	13.10	16.28	20.58	22.74
归属母公司净利润	266.91	302.11	349.62	447.85	502.08
EBITDA	376.56	424.39	492.68	629.98	705.30
EPS	6.88	7.78	9.01	11.54	12.93

### 主要财务比率表

%	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力指标					
营业收入增长率	11.72	12.58	11.03	10.95	10.14
营业利润增长率	14.20	12.99	15.78	28.05	12.06
归母净利润增长率	14.17	13.19	15.73	28.10	12.11
盈利能力指标					
毛利率	75.42	75.79	78.42	85.77	86.38
净利率	37.81	37.85	39.57	45.66	46.45
ROE	23.97	23.82	21.66	21.71	19.56
ROIC	23.89	23.79	21.61	21.68	19.54
偿债能力					
资产负债率	23.59	20.00	16.28	13.63	11.67
净负债比率	0.31	0.25	0.19	0.16	0.13
流动比率	3.85	4.50	5.68	6.92	8.21
速动比率	3.40	3.97	5.19	6.67	7.72
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.50	0.46	0.41	0.37
应收账款周转率	2.55	5.89	2.07	5.48	2.38
存货周转率	4.63	4.79	5.89	12.14	6.63
每股指标					
EPS	6.88	7.78	9.01	11.54	12.93
每股经营性现金流	6.29	10.75	1.55	20.26	3.39
每股净资产	30.06	34.10	43.52	55.59	69.11
估值比率					
PE	21.60	19.08	16.49	12.87	11.48
PS	4.94	4.36	3.41	2.67	2.15
EVEBIT	14.00	11.79	10.00	6.51	5.58
EVEBITDA	13.81	11.64	9.86	6.43	5.52

资料来源: 恒生聚源, 财达研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
【行业指数评级】	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
【公司股票评级】	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

### 法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。