

证券研究报告

公司研究

点评报告

五粮液 (000858.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

五粮液 (000858.SZ): 找准发力方向, 品牌优势凸显
2024.08.29

五粮液 (000858.SZ): 改革信号显著, 定调“营销执行年”
2024.03.25

五粮液 (000858.SZ): 旺季催化, 增长提速
2023.10.29

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

营销落地, 高质前行

2025年04月26日

事件: 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年, 公司实现营收 891.75 亿元, 同比+7.09%; 归母净利润 318.53 亿元, 同比+5.44%; 销售收现 1018.69 亿元, 同比-3.3%; 经营净现金流 339.4 亿元, 同比-18.69%; 年末合同负债 116.9 亿元, 同比+48.25 亿元。

点评:

- **行业调整背景下, 公司降速保价格。** 鉴于白酒产业处于深度调整期, 产业波动加大、存量竞争加剧, 24 年下半年公司主动降速匹配需求变化, 以稳定八代普五市场价格, 保障渠道盈利水平, 全年公司未完成双位数增长的规划。24Q4, 公司营收 212.6 亿元, 同比+2.53%; 归母净利润 69.22 亿元, 同比-6.17%, 主要系公司积极应对市场变化, 加大了渠道建设、团队建设、消费者培育投入力度, 年底集中返利, 销售费用率同比+6.09pct。全年来看, 24 年公司毛利率同比+1.26pct, 主要系普五打款价提升及五粮浓香公司持续向中高价位产品聚焦, 营业税金率同比-0.43pct, 销售费用率同比+2.63pct, 归母净利率同比-0.56pct。
- **五粮液品牌多轮驱动增长, 系列酒持续向高价位聚焦。** 2024 年, 公司酒类收入 831.27 亿元, 同比+8.74%。其中, ①五粮液产品收入 678.75 亿元, 同比+8.07%, 量价贡献+7.06%/+0.94%, 毛利率同比+0.4pct 至 87.0%。八代普五价格基本稳定, 1618、39 度消费氛围浓厚, 焕新上市 45 度、68 度, 战略发布经典五粮液 10、20、30、50 产品系列, 上新金熊猫纪念酒、考古五粮液等文化酒, 持续丰富并加大投放差异化产品, 实现多轮驱动。②其他酒产品收入 152.51 亿元, 同比+11.79%, 量价贡献+0.12%/+11.65%, 毛利率同比+0.6pct 至 60.8%, 主要系五粮浓香公司持续向中高价位产品聚焦, 低价位产品销售量减少。此外, 塑料、印刷、玻璃等非酒类业务收入 60.48 亿元, 同比-11.38%, 毛利率同比-1.0pct 至 6.2%, 主要系外部宏观经济、白酒行业产量下降等因素所致。
- **建立垂直管控体系, 加快营销改革落地。** 公司深化营销改革, 将 27 个营销大区整合为北部、南部。东部三大片区, 建立“总部-区域中心-终端”的垂直管控体系。2024 年, 东、南、北部片区分别收入 312.9 亿元、393.36 亿元、125.01 亿元, 同比+9.8%、+12.7%、-4.0%。分渠道看, 2024 年经销、直销分别收入 487.38 亿元、343.89 亿元, 同比+5.99%、+12.89%。截至年末, 五粮液经销商共计 2652 家, 全年净增加 82 家 (其中东部+74 家、南部-15 家、北部+23 家); 系列酒经销商 1059 家, 全年净增加 245 家; 专卖店 1786 家, 全年净增加 124 家。
- **优化配额分配机制, 纵深推进渠道建设。** 25 年春节前夕, 为维护八代普五的价盘, 公司相继执行停货、减配额等动作, 节后联合 30 余家经销商成立两家平台公司, 通过团购及直控终端完成减量部分的二次分配。基于宏观环境及行业周期调整现状, 2025 年公司的主要发展目标

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

是：巩固和增强稳健发展态势，推动品牌价值和市场份额双提升，营业总收入与宏观经济指标保持一致。25Q1，公司营收 369.4 亿元，同比+6.05%；归母净利润 148.6 亿元，同比+5.8%；毛利率同比-0.68pct，营业税金率同比+0.69pct，销售费用率同比-1.02pct，归母净利率同比-0.09pct；销售收现 382.34 亿元，同比+75.63%；经营净现金流 158.49 亿元，同比+2970.31%；季末合同负债 101.66 亿元，同比+51.19 亿元。

- **盈利预测与投资评级：**我们认为，越是在行业调整期，五粮液的品牌力优势越是凸显，存量竞争市场将会进一步向头部集中。若公司全年能有效实现八代普五价格的平稳回升，将有助于巩固与经销商的团结，进一步扩大竞争优势。**我们预计公司 2025-2027 年摊薄每股收益分别为 8.59 元、9.17 元、9.87 元，维持对公司的“买入”评级。**
- **风险因素：**消费弱复苏影响；行业竞争加剧；食品安全风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	83,272	89,175	93,689	99,138	105,469
增长率 YoY %	12.6%	7.1%	5.1%	5.8%	6.4%
归属母公司净利润 (百万元)	30,211	31,853	33,332	35,608	38,329
增长率 YoY%	13.2%	5.4%	4.6%	6.8%	7.6%
毛利率%	75.8%	77.1%	77.0%	77.5%	78.0%
净资产收益率ROE%	23.3%	23.9%	23.2%	22.9%	22.9%
EPS(摊薄)(元)	7.78	8.21	8.59	9.17	9.87
市盈率 P/E(倍)	18.03	17.07	15.03	14.07	13.07
市净率 P/B(倍)	4.20	4.08	3.48	3.23	2.99

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价

资产负债表					
单位:百万					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	147,182	165,783	165,859	179,955	195,310
货币资金	115,456	127,399	126,829	140,240	154,769
应收票据	0	10	0	0	0
应收账款	43	37	51	54	58
预付账款	169	145	151	156	162
存货	17,388	18,234	18,866	19,539	20,352
其他	14,126	19,958	19,962	19,965	19,969
非流动资产	18,251	22,469	23,588	24,048	24,547
长期股权投资	2,020	2,082	2,082	2,082	2,082
固定资产(合)	5,190	7,265	7,134	7,044	6,993
无形资产	2,057	2,671	3,521	3,671	3,821
其他	8,984	10,451	10,851	11,251	11,651
资产总计	165,433	188,252	189,448	204,003	219,857
流动负债	32,683	51,027	40,231	42,035	44,164
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	732	416	472	488	509
应付账款	8,864	9,077	9,433	9,769	10,176
其他	23,087	41,533	30,326	31,777	33,480
非流动负债	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	33,084	51,857	41,062	42,866	44,995
少数股东权益	2,791	3,110	4,498	5,982	7,579
归属母公司股东权益	129,558	133,285	143,887	155,155	167,283
负债和股东权益	165,433	188,252	189,448	204,003	219,857

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	83,272	89,175	93,689	99,138	105,469
同比(%)	12.6%	7.1%	5.1%	5.8%	6.4%
归属母公司净利润	30,211	31,853	33,332	35,608	38,329
同比(%)	13.2%	5.4%	4.6%	6.8%	7.6%
毛利率(%)	75.8%	77.1%	77.0%	77.5%	78.0%
ROE%	23.3%	23.9%	23.2%	22.9%	22.9%
EPS(摊薄)(元)	7.78	8.21	8.59	9.17	9.87
P/E	18.03	17.07	15.03	14.07	13.07
P/B	4.20	4.08	3.48	3.23	2.99
EV/EBITDA	10.70	9.87	8.50	7.68	6.87

利润表					
单位:百万					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	83,272	89,175	93,689	99,138	105,469
营业成本	20,157	20,461	21,519	22,286	23,213
营业税金及附加	12,532	13,041	13,679	14,474	15,398
销售费用	7,796	10,692	11,243	11,897	12,656
管理费用	3,319	3,555	3,748	3,966	4,219
研发费用	322	405	422	446	475
财务费用	-2,473	-2,834	-2,797	-2,938	-3,245
减值损失合计	-4	2	0	0	0
投资净收益	58	75	75	79	84
其他	331	270	281	297	316
营业利润	42,004	44,200	46,232	49,384	53,153
营业外收支	-91	-37	-60	-60	-60
利润总额	41,913	44,163	46,172	49,324	53,093
所得税	10,392	10,970	11,451	12,232	13,167
净利润	31,521	33,193	34,721	37,091	39,926
少数股东损益	1,310	1,340	1,389	1,484	1,597
归属母公司净利润	30,211	31,853	33,332	35,608	38,329
EBITDA	40,128	42,240	44,079	47,069	50,507
EPS(当年)(元)	7.78	8.21	8.59	9.17	9.87

现金流量表					
单位:百万					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41,742	33,940	24,265	39,192	42,205
净利润	31,521	33,193	34,721	37,091	39,926
折旧摊销	982	1,219	1,000	1,000	1,000
财务费用	11	40	0	0	0
投资损失	-58	-75	-75	-79	-84
营运资金变动	9,402	541	-11,441	1,120	1,303
其它	-116	-979	60	60	60
投资活动现金流	-2,932	-2,642	-1,485	-781	-776
资本支出	-2,955	-2,656	-1,560	-860	-860
长期投资	0	0	0	0	0
其他	24	14	75	79	84
筹资活动现金流	-16,300	-19,622	-23,350	-25,000	-26,900
吸收投资	23	92	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-15,894	-19,241	-23,350	-25,000	-26,900
现金流净增加额	22,511	11,676	-570	13,412	14,529

研究团队简介

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。