



五粮液 (000858.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩高质兑现,关注营销改革破局成效

业绩简评

2025年4月25日,公司披露24年报及25年一季报。1)24年实现营收891.8亿元,同比+7.1%;归母净利润318.5亿元,同比+5.4%。2)25Q1实现营收369.4亿元,同比+6.1%;归母净利润148.6亿元,同比+5.8%;业绩略超市场预期。

经营分析

产品结构层面,24年主品牌&浓香酒结构持续优化,宴席主品牌增长30%、浓香酒增长52%。24年五粮液/其他酒分别实现营收678.8/152.5亿元,同比分别+8.1%/+11.8%,其中销量分别+7.1%/+0.1%,吨价分别+0.9%/+11.7%至164/13万元/吨;毛利率分别+0.4pct/+0.6pct。

拆分渠道及区域结构:1)24年经销/直销收入分别为487.4/343.9亿元,同比+6.0%/+1.9%;全年五粮液经销商增加82家至2652家,浓香酒经销商增加245家至1059家,专卖店增加124家至1786家,新增核心终端1.6万家。2)作为营销改革的一环、公司将原27个大区整合为三大片区,形成“总部-区域中心-终端”的垂直管控体系。24年东部/南部/北部片区分别实现营收312.9/393.4/125.0亿元,同比分别+9.8%/+12.7%/-4.0%。

拆分报表结构:1)24年归母净利率同比-0.6pct至35.7%,其中毛利率+1.3pct(也与低毛利的非酒类业务下滑相关),销售费用率+2.6pct(细项中促销费、形象宣传费分别+49%、+26%)。2)25Q1归母净利率同比-0.1pct至40.2%,其中毛利率-0.7pct,销售费用率-1.0pct,营业税金及附加占比+0.7pct。3)25Q1末合同负债余额101.7亿元,环比-15.2亿元,考虑△合同负债后25Q1营收同比+7.3%;25Q1销售收现382亿元,同比+76%,表现亮眼;25Q1末应收款项融资余额193亿元,同比-88亿元,回款质量提升。

公司25年目标为: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。25年初以来公司营销体系改革核心是扁平化+市场价格指引,目的是提升内部沟通效率、加大渠道量价议价力,建议持续关注改革成效。

盈利预测、估值与评级

考虑到白酒商务需求修复节奏较弱,我们下调26年归母净利7%。预计24-26年收入分别+5%/+5%/+7%,归母净利分别+5%/+6%/+8%,EPS分别为8.64/9.18/9.89元,公司股票现价对应PE估值分别为15/14/13倍,维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期;行业政策风险;食品安全风险。

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师:叶韬(执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价(人民币):129.05元

相关报告:

- 《五粮液公司点评:定调营销执行提升年,协同固基共增长》,2024.12.19
- 《五粮液公司点评:业绩符合预期,分红规划提至70%》,2024.10.31
- 《五粮液公司点评:Q2兑现略超预期,回款表现亮眼》,2024.8.29



公司基本情况(人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	93,627	98,359	104,830
营业收入增长率	12.6%	7.1%	5.0%	5.1%	6.6%
归母净利润(百万元)	30,211	31,853	33,550	35,621	38,401
归母净利润增长率	13.2%	5.4%	5.3%	6.2%	7.8%
摊薄每股收益(元)	7.783	8.206	8.643	9.177	9.893
每股经营性现金流净额	10.75	8.74	8.80	9.62	10.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.32%	23.90%	23.40%	23.12%	23.19%
P/E	18.03	17.07	14.93	14.06	13.04
P/B	4.20	4.08	3.49	3.25	3.03

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	73,969	83,272	89,175	93,627	98,359	104,830
增长率		12.6%	7.1%	5.0%	5.1%	6.6%
主营业务成本	-18,178	-20,157	-20,461	-21,052	-21,803	-23,068
%销售收入	24.6%	24.2%	22.9%	22.5%	22.2%	22.0%
毛利	55,790	63,115	68,714	72,575	76,555	81,762
%销售收入	75.4%	75.8%	77.1%	77.5%	77.8%	78.0%
营业税金及附加	-10,749	-12,532	-13,041	-13,857	-14,459	-15,410
%销售收入	14.5%	15.0%	14.6%	14.8%	14.7%	14.7%
销售费用	-6,844	-7,796	-10,692	-11,610	-12,196	-12,789
%销售收入	9.3%	9.4%	12.0%	12.4%	12.4%	12.2%
管理费用	-3,068	-3,319	-3,555	-3,745	-3,934	-4,088
%销售收入	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%
研发费用	-236	-322	-405	-425	-447	-476
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	34,893	39,146	41,020	42,938	45,519	48,998
%销售收入	47.2%	47.0%	46.0%	45.9%	46.3%	46.7%
财务费用	2,026	2,473	2,834	3,271	3,521	3,819
%销售收入	-2.7%	-3.0%	-3.2%	-3.5%	-3.6%	-3.6%
资产减值损失	-28	-5	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	93	58	75	98	117	141
%税前利润	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
营业利润	37,174	42,004	44,200	46,523	49,373	53,172
营业利润率	50.3%	50.4%	49.6%	49.7%	50.2%	50.7%
营业外收支	-71	-91	-37	-30	-33	-36
税前利润	37,104	41,913	44,163	46,493	49,340	53,136
利润率	50.2%	50.3%	49.5%	49.7%	50.2%	50.7%
所得税	-9,133	-10,392	-10,970	-11,549	-12,256	-13,199
所得税率	24.6%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	27,971	31,521	33,193	34,944	37,084	39,937
少数股东损益	1,280	1,310	1,340	1,394	1,464	1,537
归属于母公司的净利润	26,691	30,211	31,853	33,550	35,621	38,401
净利率	36.1%	36.3%	35.7%	35.8%	36.2%	36.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	27,971	31,521	33,193	34,944	37,084	39,937
少数股东损益	1,280	1,310	1,340	1,394	1,464	1,537
非现金支出	986	981	1,219	837	892	953
非经营收益	-406	-161	-1,014	-744	-805	-985
营运资金变动	-4,119	9,402	541	-870	173	772
经营活动现金净流	24,431	41,742	33,940	34,168	37,345	40,677
资本开支	-1,734	-2,955	-2,656	-1,561	-1,296	-1,382
投资	-6	0	0	0	0	0
其他	23	24	14	98	117	141
投资活动现金净流	-1,716	-2,932	-2,642	-1,463	-1,179	-1,241
股权募资	0	23	92	0	0	0
债权募资	0	0	0	-409	0	0
其他	-13,105	-16,323	-19,714	-23,509	-24,957	-26,902
筹资活动现金净流	-13,105	-16,300	-19,622	-23,918	-24,957	-26,902
现金净流量	9,609	22,511	11,676	8,787	11,209	12,534

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	92,358	115,456	127,399	136,170	147,364	159,884
应收款项	29,091	14,169	19,661	18,854	19,806	21,110
存货	15,981	17,388	18,234	19,033	20,071	21,046
其他流动资产	136	169	489	189	196	208
流动资产	137,566	147,182	165,783	174,247	187,438	202,246
%总资产	90.1%	89.0%	88.1%	88.0%	88.2%	88.5%
长期投资	1,988	2,022	2,083	2,083	2,083	2,083
固定资产	9,086	10,813	13,060	13,276	13,485	13,683
%总资产	5.9%	6.5%	6.9%	6.7%	6.3%	6.0%
无形资产	679	2,222	2,815	2,852	2,888	2,923
非流动资产	15,149	18,251	22,469	23,839	25,021	26,387
%总资产	9.9%	11.0%	11.9%	12.0%	11.8%	11.5%
资产总计	152,715	165,433	188,252	198,086	212,459	228,634
短期借款	376	15	409	0	0	0
应付款项	12,766	14,982	26,000	22,751	23,346	24,320
其他流动负债	22,617	17,686	24,618	26,689	28,264	30,351
流动负债	35,759	32,683	51,027	49,440	51,610	54,671
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	271	400	831	792	845	902
负债	36,031	33,084	51,857	50,232	52,455	55,573
普通股股东权益	114,025	129,558	133,285	143,350	154,037	165,557
其中：股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
未分配利润	79,029	89,405	87,657	97,722	108,408	119,928
少数股东权益	2,659	2,791	3,110	4,503	5,967	7,504
负债股东权益合计	152,715	165,433	188,252	198,086	212,459	228,634

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	6.876	7.783	8.206	8.643	9.177	9.893
每股净资产	29.376	33.377	34.338	36.931	39.684	42.652
每股经营现金净流	6.294	10.754	8.744	8.802	9.621	10.479
每股股利	3.782	4.670	5.744	6.050	6.424	6.925
回报率						
净资产收益率	23.41%	23.32%	23.90%	23.40%	23.12%	23.19%
总资产收益率	17.48%	18.26%	16.92%	16.94%	16.77%	16.80%
投入资本收益率	22.47%	22.24%	22.50%	21.80%	21.35%	21.24%
增长率						
主营业务收入增长率	11.72%	12.58%	7.09%	4.99%	5.05%	6.58%
EBIT增长率	14.33%	12.19%	4.79%	4.68%	6.01%	7.64%
净利润增长率	14.17%	13.19%	5.44%	5.33%	6.17%	7.80%
总资产增长率	12.60%	8.33%	13.79%	5.22%	7.26%	7.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	301.1	302.1	317.7	330.0	336.0	333.0
应付账款周转天数	127.0	145.9	160.0	160.0	155.0	150.0
固定资产周转天数	26.2	22.7	29.7	28.0	26.3	24.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-78.83%	-87.23%	-93.10%	-92.10%	-92.10%	-92.39%
EBIT利息保障倍数	-17.2	-15.8	-14.5	-13.1	-12.9	-12.8
资产负债率	23.59%	20.00%	27.55%	25.36%	24.69%	24.31%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	16	33	50	159
增持	1	1	3	4	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.06	1.08	1.07	1.02

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究