

五粮液 (000858.SZ)

2025年全面推进营销改革，第一季度实现开门红

优于大市

核心观点

2024年稳健收官，2025Q1实现开门红。2024年公司实现营业总收入891.8亿元/同比+7.1%，归母净利润318.5亿元/同比+5.4%；2024Q4营业总收入212.6亿元/同比+2.5%，归母净利润69.2亿元/同比-6.2%，净利润增速略慢于收入端主要系下半年增投费用反哺渠道；全年现金分红率70%，符合股东回报规划。2025Q1实现营业总收入369.4亿元/同比+6.1%，归母净利润148.6亿元/同比+5.8%。

2024年酒类业务毛利率稳中有升，公司适时反哺渠道提振信心。分产品看，2024年五粮液产品收入831.3亿元/同比+8.1%（量+7.1%，价+0.9%），普五传统渠道减量，提价和其他渠道增量补充收入缺口；五粮液1618、39度五粮液贡献较大增量、两者收入占比预计12%+。系列酒收入152.5亿元/同比+11.8%（量+0.1%，价+11.7%），2024年公司聚焦大单品，其中五粮春增加宴席场景投入、开瓶增长40%。毛利率看，2024年公司整体毛利率77.1%/同比+1.26pcts，酒类业务/五粮液/系列酒毛利率分别+0.29/+0.38/+0.65pcts。费用率看，2024年销售费用率同比+2.60pcts，单2024Q4同比+6.09pcts，白酒消费需求进一步走弱，公司在11月增加费用补贴渠道、扩大“1218奖励”覆盖面，春节前期调整宴席和红包激励，提振经销商信心、提前抢占市场份额。

2025Q1开启营销改革，现金收款表现较好。第一季度公司改革决心坚定，旺季对普五停货，实际动销需求展现韧性，批价企稳930-935元。普五线上渠道小基数下高增，批发渠道节后精准化小批量发货，我们预计2025Q1整体动销个位数下滑。五粮液1618、39度五粮液以及系列酒在宴席政策力度支撑下预计延续较快增长。产品结构略有下降，2025Q1毛利率同比-0.68pcts。销售费用率同比-1.02pcts，主因公司营销改革、管理精益化。第一季度现金流表现强劲，销售收现同比+75.6%，主因今年收款中银行汇票占比下降，预计也和专营公司增加打款有关；截至2025Q1末合同负债环比-15.2亿元/同比翻倍，预计后续专营公司承担调节市场供需、增进终端消费的作用。

2025年主要发展目标为营业总收入与宏观经济指标保持一致，我们预计收入目标增长5%左右。公司营销改革以消费者为中心进行顶层设计、组织配称、厂商分工，销售公司以东、北、南三大区运作市场，组建专营公司绑定经销商利益、开拓直营和团购增量，专卖店精细化运作、引入市场化考核机制。当前公司已按照新体制运营，经销商积极性提升，以消费者开瓶驱动的模式也有望反哺渠道、带来增量。

投资建议：白酒消费需求仍然偏弱，商务场景延续压力，宴席及大众饮酒量下降；公司以消费者为中心的营销改革稳步推进，收效需要时间。下调此前收入及净利润预测并引入2027年预测，预计2025-2027年公司收入938.3/991.5/1049.1亿元，同比+5.2%/+5.7%/+5.8%（前值25/26年收入+8.2%/+10.6%）；归母净利润334.6/355.6/377.2亿元，同比+5.0%/+6.3%/+6.1%（前值25/26年净利润+5.3%/+13.6%），当前股价对应25/26年15.0/14.1倍P/E，70%分红率对应4.7%股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	93,826	99,149	104,911
(+/-%)	12.6%	7.1%	5.2%	5.7%	5.8%
净利润(百万元)	30,211	31,853	33,456	35,560	37,722
(+/-%)	13.2%	5.4%	5.0%	6.3%	6.1%
每股收益(元)	7.78	8.21	8.62	9.16	9.72
EBIT Margin	46.9%	45.8%	46.2%	46.5%	46.6%
净资产收益率 (ROE)	23.3%	23.9%	23.3%	23.1%	22.8%
市盈率 (PE)	16.6	15.7	14.973	14.1	13.3
EV/EBITDA	13.5	13.3	12.4	11.5	10.9
市净率 (PB)	3.87	3.76	3.50	3.25	3.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

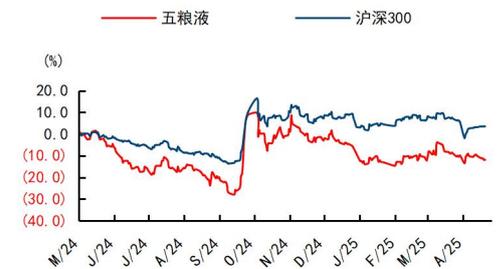
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	129.05元
总市值/流通市值	500922/500902百万元
52周最高价/最低价	178.76/106.33元
近3个月日均成交额	2769.07百万元

市场走势

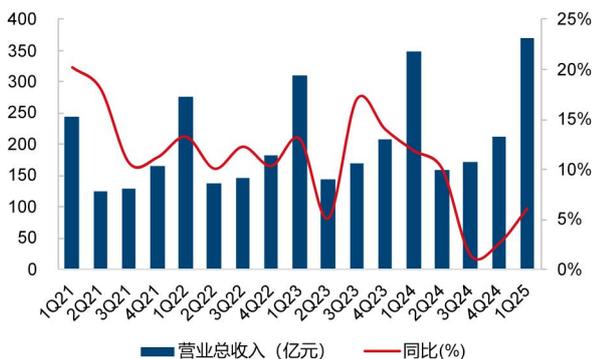


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

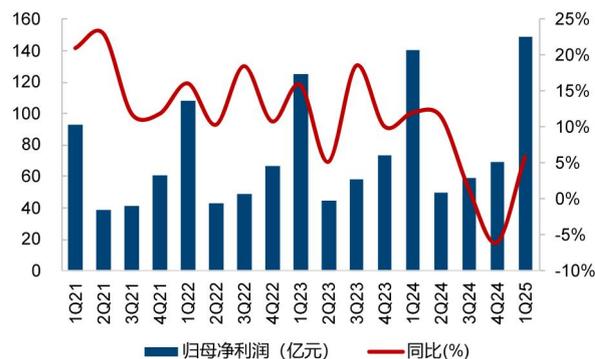
- 《五粮液(000858.SZ)-理性调整经营节奏，推动营销执行力提升》——2024-12-22
- 《五粮液(000858.SZ)-第三季度报表质量较高，规划分红率不低于70%》——2024-11-01
- 《五粮液(000858.SZ)-第二季度收入同比增长10%，现金流反映厂商关系向好》——2024-08-29
- 《五粮液(000858.SZ)-节奏良好、战略清晰，传递稳健增长信心》——2024-07-01
- 《五粮液(000858.SZ)-品牌、产品底蕴深厚，千元龙头整装待发》——2024-05-27

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



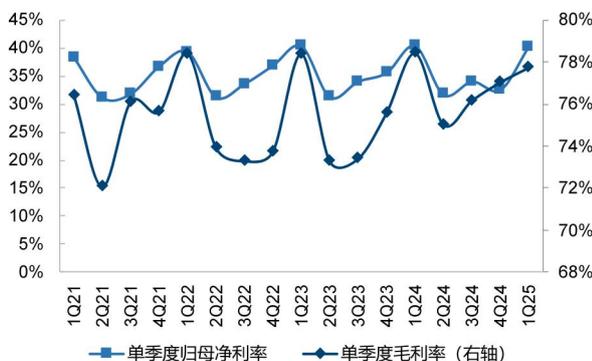
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度扣非归母净利润及同比增速



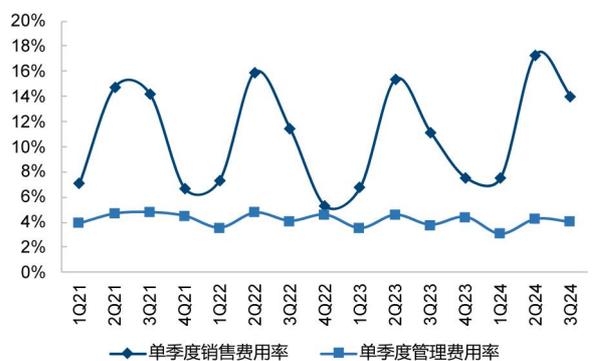
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 五粮液盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	89,175	96,555	104,337	93,826	99,149	-2.8%	-5.0%
收入同比增速%	7.1%	8.3%	8.1%	5.2%	5.7%	-3.07pcts	-2.39pcts
毛利率%	77.1%	77.6%	78.6%	77.7%	78.1%	0.08pcts	-0.52pcts
销售费用率%	77.1%	10.0%	9.8%	12.1%	12.1%	2.1pcts	2.25pcts
管理费用率%	4.0%	4.5%	4.6%	4.0%	4.0%	-0.5pcts	-0.55pcts
归母净利润 (百万元)	31,853	35,858	39,498	33,456	35,560	-6.7%	-10.0%
归母净利润同比增速%	5.4%	9.8%	10.2%	5.0%	6.3%	-4.73pcts	-3.86pcts
净利率%	35.7%	37.1%	37.9%	35.7%	35.9%	-1.48pcts	-1.99pcts
EPS (元)	8.21	9.24	10.18	8.62	9.16	-6.7%	-10.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2025/4/26	2025/4/26	2024A/E	2025E	2024A/E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,550	19,471	862.3	943.8	22.6	20.6		
000858.SZ	五粮液	优于大市	129	5,009	318.5	334.6	15.7	15.0		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	125	1,845	141.9	153.1	13.0	12.1		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	211	2,576	124.4	142.5	20.7	18.1		
002304.SZ	洋河股份	中性	72	1,091	83.1	81.2	13.1	13.4		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	44	143	0.7	1.6	194.6	89.3		

600702.SH	舍得酒业	中性	57	190	3.5	7.2	54.9	26.4
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	167	883	55.1	64.7	16.0	13.7
603369.SH	今世缘	优于大市	35	211	16.7	17.6	12.7	12.0
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	50	400	27.1	31.3	14.8	12.8
603589.SH	口子窖	优于大市	49	607	36.1	40.4	16.8	15.0
603919.SH	金徽酒	优于大市	19	99	3.9	4.2	25.4	23.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除五粮液以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	115456	127399	127399	138345	147182	营业收入	83272	89175	93826	99149	104911
应收款项	82	95	96	102	108	营业成本	20157	20461	20916	21689	22917
存货净额	17388	18234	18653	19380	20450	营业税金及附加	12532	13041	13896	14803	15737
其他流动资产	14256	20056	24667	21780	24741	销售费用	7796	10692	11353	11947	12589
流动资产合计	147182	165783	170814	179606	192480	管理费用	3393	3702	3860	4073	4303
固定资产	10813	13060	15025	16919	18592	研发费用	322	405	441	496	525
无形资产及其他	2057	2671	2565	2460	2354	财务费用	(2473)	(2834)	(3108)	(3249)	(3557)
投资性房地产	3360	4656	4656	4656	4656	投资收益	58	75	75	69	73
长期股权投资	2020	2082	2138	2197	2256	资产减值及公允价值变动	4	(2)	9	4	4
资产总计	165433	188252	195199	205838	220338	其他收入	75	15	(441)	(496)	(525)
短期借款及交易性金融负债	15	409	3002	230	302	营业利润	42004	44200	46553	49464	52475
应付款项	9597	9493	9828	10268	10767	营业外净收支	(91)	(37)	(64)	(50)	(57)
其他流动负债	23072	41125	34476	35974	37955	利润总额	41913	44163	46489	49413	52418
流动负债合计	32683	51027	47305	46472	49024	所得税费用	10392	10970	11622	12353	13104
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1310	1340	1411	1500	1591
其他长期负债	400	831	903	1114	1116	归属于母公司净利润	30211	31853	33456	35560	37722
长期负债合计	400	831	903	1114	1116	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	33084	51857	48209	47586	50140	净利润	30211	31853	33456	35560	37722
少数股东权益	2791	3110	3668	4262	4892	资产减值准备	(22)	1	(0)	(0)	(0)
股东权益	129558	133285	143322	153990	165307	折旧摊销	515	710	1082	1443	1664
负债和股东权益总计	165433	188252	195199	205838	220338	公允价值变动损失	(4)	2	(9)	(4)	(4)
						财务费用	(2473)	(2834)	(3108)	(3249)	(3557)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	11071	10425	(11270)	4303	(1555)
每股收益	7.78	8.21	8.62	9.16	9.72	其它	643	530	559	594	630
每股红利	4.09	4.96	6.03	6.41	6.80	经营活动现金流	42414	43521	23816	41896	38457
每股净资产	33.38	34.34	36.92	39.67	42.59	资本开支	0	(2808)	(2934)	(3227)	(3227)
ROIC	25.51%	24.87%	25%	25%	27%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	23.32%	23.90%	23%	23%	23%	投资活动现金流	(34)	(2869)	(2991)	(3286)	(3286)
毛利率	76%	77%	78%	78%	78%	权益性融资	1	92	0	0	0
EBIT Margin	47%	46%	46%	47%	47%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	48%	47%	47%	48%	48%	支付股利、利息	(15894)	(19241)	(23419)	(24892)	(26406)
收入增长	13%	7%	5%	6%	6%	其它融资现金流	12506	9681	2593	(2772)	72
净利润增长率	13%	5%	5%	6%	6%	融资活动现金流	(19282)	(28709)	(20826)	(27664)	(26334)
资产负债率	22%	29%	27%	25%	25%	现金净变动	23098	11943	0	10946	8837
股息率	3.2%	3.8%	4.7%	5.0%	5.3%	货币资金的期初余额	92358	115456	127399	127399	138345
P/E	16.6	15.7	15.0	14.1	13.3	货币资金的期末余额	115456	127399	127399	138345	147182
P/B	3.9	3.8	3.5	3.3	3.0	企业自由现金流	0	39048	19398	37125	33512
EV/EBITDA	13.5	13.3	12.4	11.5	10.9	权益自由现金流	0	48729	24322	36790	36252

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032