

2024 年稳健收官，2025 年稳健开局

—— 2024 年报和 2025Q1 业绩点评

2025 年 04 月 26 日

核心观点

- **事件：**五粮液公告 2024 年度和 2025Q1 业绩。2024 年公司实现营业收入 892 亿元，同比+7.09%；归母净利润 319 亿元，同比+5.44%。2025Q1 实现收入 369 亿元，同比+6.05%；归母净利润 149 亿元，同比+5.8%。
- **2024 稳健收官，2025 年稳健开局：**公司在 2024 年初规划 2024 年营业总收入实现两位数增长，实际低于年初规划，主要因白酒行业需求变化。对比 2024 年全国规模以上白酒企业销售收入同比+5.3%、利润总额同比+7.8%，五粮液 2024 年整体业绩表现稳健。2025 年公司目标营业总收入与宏观经济指标保持一致，保持稳健发展的基调。从季度节奏上来看，2024Q4 收入同比+2.5%、归母净利润同比-6.2%，Q4 延续了 Q3 以来的增长放缓状态，Q4 销售费用投入力度增加使利润有所下降。2025Q1 收入同比+6.1%、归母净利润同比+5.8%，增速环比提升，有春节错位因素影响，对照全年目标来看属于稳健的开局。尽管公司在 Q1 对主力大单品第八代五粮液进行了控货，我们预计 1618、低度五粮液等产品贡献了更多增量。
- **大单品稳定，侧翼产品增长：**分产品，2024 年五粮液产品实现收入 679 亿元，同比+8.1%。拆分销量同比+7.1%、吨价同比+0.9%。我们预计其中第八代五粮液相对平稳，1618、低度产品等贡献主要增量。我们预计 2025 年第八代五粮液将保持更为严格的控货以稳定批价，但去年出厂价的提升在今年报表上会有更多体现，高档产品类别的销售增量方面仍以 1618、低度等产品贡献。2024 年系列酒实现收入 153 亿元，同比+11.8%。拆分量同比+0.1%、吨价同比+11.7%。系列酒以调结构为主，持续向中高价位产品聚焦，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄大单品，低价位产品产量销售缩减。我们预计 2025 年系列酒仍将保持较快增长。
- **加快完善渠道布局 and 改革：**分渠道，2024 年经销模式收入 487 亿元，同比+6%；直销收入 344 亿元，同比+12.9%。公司在传统渠道持续优化商家结构，强化量价平衡和秩序管控。直营渠道通过推进“三店一家”的建设，实现了更快的收入增长。2025 年为提升应市能力，公司在内部组织架构和外部销售渠道布局方面进一步调整优化，内部撤销五品部、恢复酒类销售公司，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；外部渠道方面，整合大商资源成立了两家销售平台公司，统筹新渠道、新场景开发，绑定大商利益避免渠道内卷。我们认为五粮液 2025 年面临更大价格压力，公司内外部改革将有助于公司年维护大单品价格稳定、保护好经销商利润，从而实现公司整体稳健发展。
- **销售费用投入加大：**2024 年公司净利率 37.3%，同比-0.6pct。其中毛利率同比+1.3pct，销售费用率同比+2.6pct，其他费用率相对稳定。2024 年毛利率提升来自于吨价提升，预计 2025 年趋势持续。2024 年销售费用率提升较为明显，其中在促销费方面增加较为明显，因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。我们预计 2025 仍将保持积极的销售费用投入。
- **分红比例提升：**2024 年公司合计分红 230 亿元，分红比例 70%，较去年分红比例提升 10pcts，符合此前规划 2024-2026 年每年现金分红比例不低于 70% 且金额不低于 200 亿元（含税）。按照 2025/4/25 收盘价 129.05 计算对应股息率 4.1%。
- **投资建议：**2025Q1 五粮液公司在大单品控货的情况下实现了稳健的增长，这好于我们的预期。根据最新财务数字调整盈利预测，预计 2025-27 年 EPS 分别为 8.59/9.08/9.71 元，2025/4/25 收盘价 129.05 元对应 P/E 分别为 15/14/13 倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**高端酒需求不足、价格波动的风险。

五粮液（000858.SZ）

推荐 维持

分析师

刘来珍

☎：021-2025-2647

✉：liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523040001

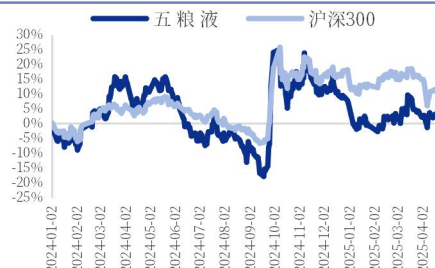
市场数据

2025-04-26

股票代码	000858
A 股收盘价(元)	129.05
上证指数	3295.06
总股本(百万股)	3,882
实际流通 A 股(百万股)	3,882
流通 A 股市值(亿元)	5,009

相对沪深 300 表现图

2025-04-26



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】公司点评_五粮液（000858.SZ）_稳健性强 20240901

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	89175.18	93789.07	98999.68	105663.89
收入增长率%	7.09	5.17	5.56	6.73
归母净利润 (百万元)	31853.17	33360.31	35233.87	37675.16
利润增速%	5.44	4.73	5.62	6.93
毛利率%	77.05	77.32	77.57	77.78
摊薄 EPS(元)	8.21	8.59	9.08	9.71
PE	15.73	15.02	14.22	13.30
PB	3.76	3.20	2.61	2.18
PS	5.62	5.34	5.06	4.74

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	165783.30	180674.35	219322.31	261127.11
现金	127398.92	140354.55	176818.30	215662.94
应收账款	37.35	52.11	55.00	58.70
其它应收款	47.26	39.08	41.25	44.03
预付账款	144.88	212.73	222.09	234.81
存货	18233.70	19027.38	20050.24	21524.34
其他	19921.19	20988.51	22135.43	23602.29
非流动资产	22468.92	22020.58	22020.58	22020.58
长期投资	2081.61	2081.61	2081.61	2081.61
固定资产	7264.74	7264.74	7264.74	7264.74
无形资产	2671.29	2671.29	2671.29	2671.29
其他	10451.28	10002.94	10002.94	10002.94
资产总计	188252.22	202694.93	241342.88	283147.69
流动负债	51026.51	40741.37	42687.36	45247.22
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	9076.60	9454.60	9870.89	10436.04
其他	41949.91	31286.77	32816.48	34811.17
非流动负债	830.92	807.47	807.47	807.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	830.92	807.47	807.47	807.47
负债合计	51857.42	41548.84	43494.84	46054.69
少数股东权益	3109.51	4499.51	5967.61	7537.40
归属母公司股东权益	133285.28	156646.57	191880.44	229555.60
负债和股东权益	188252.22	202694.93	241342.88	283147.69

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	33939.76	22680.93	36305.05	38677.28
净利润	33193.46	34750.31	36701.97	39244.95
折旧摊销	1219.40	0.00	0.00	0.00
财务费用	39.90	0.00	0.00	0.00
投资损失	-75.20	-121.93	-128.70	-137.36
营运资金变动	541.04	-12215.47	-238.22	-400.30
其它	-978.85	268.02	-30.00	-30.00
投资活动现金流	-2642.22	278.85	158.70	167.36
资本支出	-2656.17	30.00	30.00	30.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.95	248.85	128.70	137.36
筹资活动现金流	-19622.48	-10004.15	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-19622.48	-10004.15	0.00	0.00
现金净增加额	11675.59	12955.63	36463.75	38844.64

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	89175.18	93789.07	98999.68	105663.89
营业成本	20461.42	21272.85	22209.50	23481.10
营业税金及附加	13040.91	13786.99	14552.95	15532.59
营业费用	10692.38	11442.27	12275.96	13207.99
管理费用	3555.24	3751.56	3959.99	4226.56
财务费用	-2833.53	-2813.97	-2969.64	-3170.05
资产减值损失	1.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	75.20	121.93	128.70	137.36
营业利润	44200.08	46180.42	48775.92	52157.39
营业外收入	40.04	40.00	40.00	40.00
营业外支出	76.79	10.00	10.00	10.00
利润总额	44163.33	46210.42	48805.92	52187.39
所得税	10969.86	11460.11	12103.96	12942.44
净利润	33193.46	34750.31	36701.97	39244.95
少数股东损益	1340.29	1390.00	1468.09	1569.79
归属母公司净利润	31853.17	33360.31	35233.87	37675.16
EBITDA	42517.99	43396.45	45836.29	49017.34
EPS（元）	8.21	8.59	9.08	9.71

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7.09%	5.17%	5.56%	6.73%
营业利润	5.23%	4.48%	5.62%	6.93%
归属母公司净利润	5.44%	4.73%	5.62%	6.93%
毛利率	77.05%	77.32%	77.57%	77.78%
净利率	35.72%	35.57%	35.59%	35.66%
ROE	23.90%	21.30%	18.36%	16.41%
ROIC	22.62%	20.15%	17.35%	15.49%
资产负债率	27.55%	20.50%	18.02%	16.27%
净负债比率	-92.82%	-86.60%	-88.97%	-90.62%
流动比率	3.25	4.43	5.14	5.77
速动比率	2.88	3.95	4.65	5.28
总资产周转率	0.50	0.48	0.45	0.40
应收账款周转率	2229.55	2096.98	1848.65	1858.61
应付账款周转率	2.28	2.30	2.30	2.31
每股收益	8.21	8.59	9.08	9.71
每股经营现金	8.74	5.84	9.35	9.96
每股净资产	34.34	40.36	49.43	59.14
P/E	15.73	15.02	14.22	13.30
P/B	3.76	3.20	2.61	2.18
EV/EBITDA	9.81	8.33	7.09	5.84
P/S	5.62	5.34	5.06	4.74

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍 上海交通大学金融学硕士，8 年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn