



24 年平稳收官 期待改革显效

2025 年 04 月 27 日



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：孙冉

执业证号：S0100522110004

邮箱：sunran@mszq.com

➤ **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 年全年公司实现营收/归母净利润 891.75/318.53 亿元，同比+7.09%/+5.44%；经计算，24Q4 实现营收/归母净利润 212.60/69.22 亿元，同比+2.53%/-6.17%；25Q1 实现营收/归母净利润 369.40/148.60 亿元，同比+6.05%/+5.80%。

➤ **1618 发力宴席驱动主品牌量增，系列酒聚焦中高价位推升吨价，直销渠道占比提升。**酒类主营实现营收 831.27 亿元，同比 8.74%，毛利率 82.21%，同比+0.29pcts。量价拆分来看：量增+1.81%，价增+6.81%，价增是 24 年的核心驱动。

- **分产品看：**①**五粮液** 24 年实现收入 678.75 亿元，同比+8.07%，量增+7.06%，价增+0.94%，毛利率同比+0.38pcts。五粮液产品收入占酒类主营业务比重同比-0.50pcts 至 81.65%。五粮液全年投放 4.1 万吨，全年量增价平，考虑到 24 全年普五减量，量增或因 1618 在宴席市场精准发力，宴席场次同比增长 30%，叠加 24 年焕新上市的 45 度、68 度及经典五粮液的新品贡献。②**其他酒** 24 年实现收入 152.51 亿元，同比+11.79%，其中量增+0.12%，价增+11.65%，毛利率同比+0.65pcts。五粮浓香系列酒产品向中高价位产品聚焦。

- **分渠道：**①**经销模式** 24 年营收 487.38 亿元，同比+5.99%。传统渠道持续优化商家结构，全年新增核心终端 1.6 万家，推动终端网点扩容提质；②**直销模式** 24 年营收 343.89 亿元，同比+12.89%，占酒类主营业务比重同比+1.52pcts 至 41.37%。直营渠道“三店一家”建设成效显著（新增专卖店 138 家、文化体验店 5 家、和美集合店 490 家和大酒家 2 家），升级建设第五代专卖店 715 家；新兴渠道内容电商布局全面完成。

- **分区域：**24 年东/南/北部分别实现营收 312.90/393.36/125.01 亿元，分别同比+9.75%/+12.65%/-3.98%；公司 25 年初将 27 个营销大区整合为北部、南部、东部三大片区，以建立“总部-区域中心-终端”的垂直管控体系，提升市场应市能力。

- **经销商数量：**24 年末，五粮液东/南/北部分别有经销商 1125/867/660 家，合计 2652 家，较 23 年末增加 82 家；五粮浓香经销商合计 1059 家，较 23 年末增加 245 家；

➤ **结构向上毛利率提升，促销和仓储物流费用压制净利率水平。**毛利率方面：24A/24Q4/25Q1 分别为 77.05%/77.04%/77.74%，同比 +1.26/+1.45/-0.68pcts，25Q1 毛利率下滑或受五粮液控货结构下移拖累。**费用率方面：**公司 24 全年税金及附加/销售/管理费用率分别为 14.62%/11.99%/3.99%，同比-0.43/+2.63/+0.001pcts，销售费用同比+37.15%主因公司加大市场投入，以提振渠道信心，其中：促销费同比+48.90%，主要系用于渠道建设、团队建设及消费者培育；仓储物流费同比+35.51%主要是为提升配送效率。单 24Q4 税金及附

推荐

维持评级

当前价格：

129.05 元

相关研究

- 1.五粮液 (000858.SZ) 动态更新报告：营销执行提升年 品牌份额双提升-2024/12/20
- 2.五粮液 (000858.SZ) 2024 年三季报点评：稳健经营，分红规划塑信心-2024/10/31
- 3.五粮液 (000858.SZ) 2024 年中报点评：业绩稳健增长 盈利水平抬升-2024/08/29
- 4.五粮液 (000858.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：稳中提质，关注营销执行落地-2024/04/29
- 5.五粮液 (000858.SZ) 2023 年三季报点评：经营环比提速，现金流表现亮眼-2023/10/29

加 / 销售 / 管理费用率分别为 15.56%/13.66%/5.28%，同比 -1.33/+6.09/+0.87pcts。25Q1 税金及附加 / 销售 / 管理费用率分别为 14.63%/6.52%/2.83%，同比 +0.69/-1.02/-0.23pcts。归母净利率：24A/24Q4/25Q1 分别为 35.72%/32.56%/40.23%，同比 -0.56/-3.02/-0.09pcts。

➤ **注重股东回报、兑现分红规划，“十四五”收官年经营目标对标宏观经济。**

公司 24 年度分红拟派发现金红利 123 亿元，叠加已实施的 100 亿元 2 中期分红，24 年合计分配现金红利 223 亿元，对应分红率 70%，股息率 4.5%，实现了《24-26 年股东回报规划》的承诺，彰显管理层魄力，有望提振市场信心。2025 年以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为发展目标，营业总收入与宏观经济指标保持一致。

➤ **投资建议：**公司作为千元价格带政务商务刚需品种，品牌可替代性低。年初以来在组织架构、渠道策略等方面改革，有助于公司缩小管理半径，平衡量价关系。后续应关注战略定力和落地方式。预计公司 25-27 年分别实现营业收入 936/995/1070 亿元，同比 5.0%/6.3%/7.5%，归母净利润 333/356/384 亿元，同比 4.7%/6.6%/8.2%，当前股价对应 PE 分别为 15/14/13 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**税收等产业政策调整的不确定性风险；供需不均衡导致的批发价格波动风险；千元价格带竞争加剧；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	89,175	93,634	99,533	106,998
增长率（%）	7.1	5.0	6.3	7.5
归属母公司股东净利润（百万元）	31,853	33,340	35,550	38,448
增长率（%）	5.4	4.7	6.6	8.2
每股收益（元）	8.21	8.59	9.16	9.91
PE	16	15	14	13
PB	3.8	3.5	3.2	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	89,175	93,634	99,533	106,998
营业成本	20,461	21,433	22,584	24,014
营业税金及附加	13,041	13,606	14,464	15,548
销售费用	10,692	10,112	10,750	11,556
管理费用	3,555	3,745	3,981	4,280
研发费用	405	281	299	321
EBIT	41,299	44,812	47,835	51,688
财务费用	-2,834	-1,495	-1,491	-1,657
资产减值损失	2	-4	-4	0
投资收益	75	65	69	74
营业利润	44,200	46,369	49,392	53,420
营业外收支	-37	-66	-75	-84
利润总额	44,163	46,303	49,317	53,336
所得税	10,970	11,480	12,228	13,224
净利润	33,193	34,823	37,090	40,112
归属于母公司净利润	31,853	33,340	35,550	38,448
EBITDA	42,518	46,114	49,281	53,173

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	127,399	127,075	140,855	149,208
应收账款及票据	48	73	78	84
预付款项	145	163	171	182
存货	18,234	18,849	19,861	21,123
其他流动资产	19,958	22,040	23,406	25,085
流动资产合计	165,783	168,199	184,371	195,682
长期股权投资	2,082	2,082	2,082	2,082
固定资产	7,265	9,196	10,484	11,343
无形资产	2,671	2,671	2,671	2,671
非流动资产合计	22,469	22,002	21,966	21,998
资产合计	188,252	190,201	206,336	217,680
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	9,493	9,972	10,507	11,173
其他流动负债	41,533	30,504	32,355	27,810
流动负债合计	51,027	40,476	42,862	38,983
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	831	807	807	807
非流动负债合计	831	807	807	807
负债合计	51,857	41,284	43,670	39,790
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
少数股东权益	3,110	4,592	6,131	7,795
股东权益合计	136,395	148,918	162,666	177,890
负债和股东权益合计	188,252	190,201	206,336	217,680

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.09	5.00	6.30	7.50
EBIT 增长率	4.63	8.51	6.74	8.05
净利润增长率	5.44	4.67	6.63	8.15
盈利能力 (%)				
毛利率	77.05	77.11	77.31	77.56
净利率	35.72	35.61	35.72	35.93
总资产收益率 ROA	16.92	17.53	17.23	17.66
净资产收益率 ROE	23.90	23.10	22.71	22.60
偿债能力				
流动比率	3.25	4.16	4.30	5.02
速动比率	2.50	3.14	3.29	3.83
现金比率	2.50	3.14	3.29	3.83
资产负债率 (%)	27.55	21.71	21.16	18.28
经营效率				
应收账款周转天数	0.16	0.15	0.16	0.16
存货周转天数	313.36	311.42	308.52	307.20
总资产周转率	0.50	0.49	0.50	0.50
每股指标 (元)				
每股收益	8.21	8.59	9.16	9.91
每股净资产	34.34	37.18	40.33	43.82
每股经营现金流	8.74	5.97	9.94	8.97
每股股利	5.75	6.01	6.41	6.93
估值分析				
PE	16	15	14	13
PB	3.8	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	8.54	7.87	7.37	6.83
股息收益率 (%)	4.45	4.66	4.97	5.37

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	33,193	34,823	37,090	40,112
折旧和摊销	1,219	1,302	1,446	1,486
营运资金变动	541	-13,295	-11	-6,838
经营活动现金流	33,940	23,166	38,568	34,801
资本开支	-2,656	-913	-1,046	-1,164
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-2,642	-721	-978	-1,090
股权募资	92	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-19,622	-22,770	-23,811	-25,358
现金净流量	11,676	-324	13,780	8,353

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048