

食品饮料

2025 年 04 月 27 日

# 五粮液 (000858)

——24 年业绩符合预期，25 年经营目标稳健

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

投资要点：

市场数据： 2025 年 04 月 25 日

收盘价(元) 129.05  
 一年内最高/最低(元) 178.76/106.33  
 市净率 3.7  
 股息率(分红/股价) 5.61  
 流通 A 股市值(百万元) 500,902  
 上证指数/深证成指 3,295.06/9,917.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产(元) 38.17  
 资产负债率% 23.34  
 总股本/流通 A 股(百万) 3,882/3,881  
 流通 B 股/H 股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

周缘 A0230519090004  
 zhouyuan@swsresearch.com  
 吕昌 A0230516010001  
 lvchang@swsresearch.com

联系人

周缘  
 (8621)23297818x  
 zhouyuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **事件：**公司披露 2024 年报及 2025 年一季报，根据公司公告，24 年公司实现营业收入 891.8 亿，同比增长 7.09%，归母净利润 318.5 亿，同比增长 5.44%。24Q4 公司实现营收 212.6 亿，同比增长 2.53%，归母净利润 58.7 亿，同比下降 6.17%。25Q1 公司实现营业收入 369.4 亿，同比增长 6.05%，归母净利润 148.6 亿，同比增长 5.80%。合并 24Q4+25Q1，公司实现营业收入 582 亿，同比增长 4.74%，归母净利润 217.8 亿，同比增长 1.68%。我们在业绩前瞻中预测公司 24 年收入与业绩分别同比增长 6.5%/6.9%，25Q1 收入与业绩分别同比增长 5%/5%，公司业绩基本符合预期。公司 24 年度分红方案为拟每 10 股派发现金股利 31.7 元（含税），如方案通过 24 年累计现金分红总额 223 亿元，分红率达 70%。公司 2025 年主要发展目标是：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。

● **投资评级与估值：**结合宏观经济环境形势与公司经营目标，略下调 25-26 年盈利预测，新增 27 年盈利预测，预测 25-27 年归母净利润分别为 332.8、346.5、360 亿（25-26 年前次为 340.7、358.6 亿元），同比增长 4.5%、4.1%和 3.9%，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 15x、14x、14x，维持买入评级。25 年以来公司改革持续推进，产品端控货挺价去库，渠道端优化结构。中长期来看，五粮液仍是千元价格带第一品牌，品牌力强，叠加公司自身改革动力，行业集中度提升背景下，公司中长期仍有望实现稳定增长。

● 2024 年酒类营收 831.3 亿，同比增长 8.74%。五粮液酒收入 678.8 亿，同比增长 8.07%，销量 4.14 万吨，同比增长 7.06%，吨酒价格 164 万元，同比增长 0.94%，普五增长保持稳健，1618 及低度五粮液协同带来增量。24 年系列酒收入 152.5 亿，同比增长 11.8%，销量 120.6 万吨，同比增长 0.12%，吨酒价格 12.7 万元，同比增长 11.7%。宴席市场精准发力，主品牌宴席活动同比增长 30%，浓香酒宴席活动同比增长 52%。分区域看，24 年强势区域引领高增，东/南/北部片区收入分别为，312.9/393.4/125.0 亿元，同比 +9.75%/12.7%/-3.98%。分渠道看，24 年经销渠道营收 487.4 亿，同比增长 5.99%，直销渠道营收 343.9 亿，同比增长 12.9%。经销商及终端持续扩容提质，24 年新增核心终端 1.6 万家。五粮液经销商 2652 家，增加了 82 家，五粮浓香经销商 1059 家，增加了 245 家，专卖店 1786 家，增加了 124 家。

25Q1 收入同增 6.05%，预计五粮液高端酒实现稳健增长，25Q1 公司积极控货挺价推动八代五粮液春节前后批价稳步提升。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	89,175	36,940	93,761	97,851	101,812
同比增长率(%)	7.1	6.1	5.1	4.4	4.0
归母净利润(百万元)	31,853	14,860	33,277	34,650	36,004
同比增长率(%)	5.4	5.8	4.5	4.1	3.9
每股收益(元/股)	8.21	3.83	8.57	8.93	9.28
毛利率(%)	77.1	77.7	77.3	77.2	77.0
ROE(%)	23.9	10.0	20.0	17.2	15.2
市盈率	16		15	14	14

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- 2024 年净利率 37.2%，同比下降 0.63pct，净利率下降主要是销售费用率提升拉低毛销差所致。2024 年毛利率 77.1%，同比提升 1.26pct；税率 14.6%，同比下降 0.46pct；销售费用率 11.99%，同比提升 2.63pct，主因促销费用同比增长 48.9%；管理费用（含研发费用）率 4.44%，同比提升 0.07pct。

25Q1 净利率 41.6%，同比下降 0.41pct，净利率下降主因毛利率下降与税率提升。25Q1 毛利率 77.7%，同比下降 0.68pct；税率 14.6%，同比提升 0.69pct；销售费用率 6.52%，同比下降 1.02pct；管理费用（含研发费用）率 3.10%，同比下降 0.19pct。

- 2024 年经营性现金流净额 339.4 亿，同比下降 18.7%，主因销售商品提供劳务收到的现金减少以及支付的各项税费增加。销售商品提供劳务收到的现金 1018.7 亿，同比下降 3.30%。24 年末应收款项融资 195.7 亿，环比增加 119.9 亿，23 年末应收款项融资 140.9 亿，环比下降 62.6 亿。24 年末合同负债 116.9 亿，环比增加 46.2 亿，23 年末合同负债为 68.64 亿元，环比增加 29.2 亿。

25Q1 经营性现金流净额 158.5 亿，同比增长 2970.3%，主要系本报告期货款中现金收取比例较高及上年同期基数低（银行承兑汇票收取比例较高）综合影响。25Q1 销售商品提供劳务收到的现金 382.3 亿，同比增长 75.6%，现金流增速显著快于收入增速。25Q1 末应收款项融资 193 亿，环比下降 2.68 亿，24Q1 末款项融资 281 亿，环比增加 140 亿。25Q1 末合同负债 101.7 亿，环比下降 15.2 亿元，24Q1 末合同负债为 50.5 亿，环比下降 18.2 亿。

- **风险提示：**经济下行影响高端白酒整体需求。
- **股价表现的催化剂。**批价上行，业绩超预期。

## 财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	83,272	89,175	93,761	97,851	101,812
其中: 营业收入	83,272	89,175	93,761	97,851	101,812
减: 营业成本	20,157	20,461	21,320	22,305	23,397
减: 税金及附加	12,532	13,041	13,783	14,384	15,170
主营业务利润	50,583	55,673	58,658	61,162	63,245
减: 销售费用	7,796	10,692	11,720	11,840	12,217
减: 管理费用	3,319	3,555	3,750	4,305	4,582
减: 研发费用	322	405	426	444	462
减: 财务费用	-2,473	-2,834	-3,248	-3,353	-3,821
经营性利润	41,619	43,855	46,010	47,926	49,805
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-1	-1	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-4	2	0	0	0
加: 投资收益及其他	389	349	0	0	0
营业利润	42,004	44,200	46,011	47,925	49,804
加: 营业外净收入	-91	-37	-80	-100	-110
利润总额	41,913	44,163	45,931	47,825	49,694
减: 所得税	10,392	10,970	11,253	11,717	12,175
净利润	31,521	33,193	34,678	36,108	37,519
少数股东损益	1,310	1,340	1,400	1,458	1,515
归属于母公司所有者的净利润	30,211	31,853	33,277	34,650	36,004

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。