



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	129.05
总股本/流通股本(亿股)	38.82 / 38.81
总市值/流通市值(亿元)	5,009 / 5,009
52周内最高/最低价	164.05 / 107.69
资产负债率(%)	27.5%
市盈率	15.73
第一大股东	宜宾发展控股集团有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

五粮液(000858)

增长韧性强劲，25 年营收目标预计 5%左右

● 投资要点

公司 2024 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 891.75/891.75/318.53/317.42 亿元，同比 7.09%/7.09%/5.44%/5.40%。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 77.05%/35.72%，分别同比 1.26/-0.56pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.62%/11.99%/3.99%/0.45%/-3.18%，分别同比-0.43/2.63/0/0.07/-0.21pct。全年实现销售收现 1018.69 亿元，同比-3.3%；经现净额 339.4 亿元，同比-18.69%；年末合同负债 116.9 亿元，同比增加 48.25 亿元，环比增加 46.18 亿元（去年同口径环比增加 29.16 亿元）。2024 年总计现金分红 223 亿元，分红率 70%。24 年公司净利率微降，主因销售费用率提升，24 年公司销售费用中形象宣传费、促销费和仓储及物流费增长较多，主因公司加大了渠道建设、团队建设、消费者培育投入力度，同时为了进一步提升服务质量和配送效率加大了仓储物流费的投入。

公司 24Q4 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 212.6/212.6/69.22/69.09 亿元，同比 2.53%/2.53%/-6.17%/-6.31%。24Q4 公司毛利率/归母净利率为 77.04%/32.56%，分别同比 1.45/-3.02pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.56%/13.66%/5.28%/0.73%/-3.36%，分别同比-1.33/6.09/0.87/0.18/-0.17pct。单四季度实现销售收现 240.09 亿元，同比-37.69%，经现净额 41.46 亿元，同比-78.58%。单四季度收入利润增速相对偏低，预计主因公司主动控货挺价，同时加大了渠道和消费者投入。

2024 年拆分：分产品，五粮液酒/其他酒分别实现营收 678.75/152.51 亿元，同比 8.07%/11.79%，其中五粮液酒销量 4.14 万吨，同比+7.06%，均价 163.95 万元/吨，同比+0.94%；其他酒销量 12.06 万吨，同比+0.12%，均价 12.65 万元/吨，同比+11.66%。五粮液酒均价略有增长，预计主因普五提价；其他酒均价增长主因公司持续向中高价位产品聚焦，主动减少低价位产品销量。分渠道来看，经销/直营分别实现营收 487.38/343.89 亿元，同比 5.99%/12.89%，直销占比提升至 41.37%，提升了 1.52pct。24 年末五粮液/五粮浓香经销商数量分别为 2652/1059 个，同比增加 82/245 个；24 年末专卖店数量 1786 个，同比增加 124 个。

公司 25Q1 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 369.4/369.4/148.6/148.61 亿元，同比 6.05%/6.05%/5.80%/5.86%。25Q1，公司毛利率/归母净利率为 77.74%/40.23%，分别同比-0.68/-0.09pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.63%/6.52%/2.83%/0.28%/-1.78%，分别同比

0.69/-1.02/-0.23/0.04/0.28pct。25Q1 公司实现销售收现 382.34 亿元，同比+75.63%；经现净额 158.49 亿元，同比+2970.31%；25Q1 末合同负债 101.66 亿元，同比增加 51.19 亿元，环比减少 15.24 亿元（去年同口径环比减少 18.17 亿元）。25Q1 毛利率略有下滑，预计主因普五控量，同时低度和 1618 放量导致结构略有下滑。25Q1 经现净额表现优异，主因今年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。将 25Q1 和 24Q4 的收入利润合并计算来看，25Q1+24Q4 收入合计 582.00 亿元，同比+4.74%，利润合计 217.83 亿元，同比+1.68%，公司继续保持稳健增长。

● 盈利预测与投资建议

经过春节控货挺价后，目前普五批价已经站上 930 元，25 年全年公司将继续贯彻价在量先的原则。同时近期观察到公司一系列销售体系/渠道架构的变化，包括但不限于将五品部整合入酒类销售公司、三大营销片区的设立、经销商自发联合成立专营公司等。改革措施下，公司将加大力度抓好产品量价平衡，破除经销商盈利问题，优化渠道，挖掘新的渠道、场景和消费需求。公司 2025 年营业总收入目标与宏观经济指标保持一致，我们预计在 5% 左右。随着消费需求的回暖，预计公司报表表现将逐年改善。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 936.34/1004.04/1105.95 亿元，同比增长 5.00%/7.23%/10.15%；实现归母净利润 334.47/363.33/405.55 亿元，同比增长 5.00%/8.63%/11.62%（从分红的视角来看，若 25 年按 70% 分红率来计算，对应当前股价股息率为 4.67%），对应 EPS 为 8.62/9.36/10.45 元，对应当前股价 PE 为 15/14/12 倍。

● 风险提示：

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	892	936	1004	1106
增长率(%)	7.09	5.00	7.23	10.15
EBITDA（亿元）	425.18	437.71	474.43	524.90
归属母公司净利润（亿元）	318.53	334.47	363.33	405.55
增长率(%)	5.44	5.00	8.63	11.62
EPS(元/股)	8.21	8.62	9.36	10.45
市盈率（P/E）	15.73	14.98	13.79	12.35
市净率（P/B）	3.76	3.21	2.77	2.40
EV/EBITDA	9.81	8.22	7.02	6.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	892	936	1004	1106	营业收入	7.1%	5.0%	7.2%	10.2%
营业成本	205	215	229	248	营业利润	5.2%	5.2%	8.6%	11.6%
税金及附加	130	137	147	162	归属于母公司净利润	5.4%	5.0%	8.6%	11.6%
销售费用	107	111	117	129	获利能力				
管理费用	36	37	38	42	毛利率	77.1%	77.0%	77.2%	77.6%
研发费用	4	4	4	4	净利率	35.7%	35.7%	36.2%	36.7%
财务费用	-28	-29	-33	-39	ROE	23.9%	21.4%	20.1%	19.4%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	22.6%	20.2%	18.8%	18.1%
营业利润	442	465	505	564	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	27.5%	19.1%	17.7%	1.0%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	3.25	4.76	5.21	135.24
利润总额	442	464	504	563	营运能力				
所得税	110	115	125	140	应收账款周转率	2229.55	2195.38	2020.69	4301.51
净利润	332	349	379	423	存货周转率	1.15	1.17	1.19	1.21
归母净利润	319	334	363	406	总资产周转率	0.50	0.48	0.47	0.50
每股收益(元)	8.21	8.62	9.36	10.45	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	8.21	8.62	9.36	10.45
货币资金	1274	1418	1685	1755	每股净资产	34.34	40.25	46.67	53.84
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	0	0	1	0	PE	15.73	14.98	13.79	12.35
预付款项	1	2	2	2	PB	3.76	3.21	2.77	2.40
存货	182	186	197	214	现金流量表				
流动资产合计	1658	1768	2059	1975	净利润	332	349	379	423
固定资产	73	71	70	69	折旧和摊销	12	3	3	1
在建工程	58	58	58	58	营运资本变动	5	-105	1	-226
无形资产	27	27	27	27	其他	-10	3	0	0
非流动资产合计	225	219	218	217	经营活动现金流净额	339	250	383	198
资产总计	1883	1987	2276	2191	资本开支	-27	-3	-3	-1
短期借款	0	0	0	0	其他	0	2	1	1
应付票据及应付账款	95	99	105	0	投资活动现金流净额	-26	-1	-2	0
其他流动负债	415	273	291	15	股权融资	1	0	0	0
流动负债合计	510	371	395	15	债务融资	0	0	0	0
其他	8	8	8	8	其他	-197	-105	-114	-127
非流动负债合计	8	8	8	8	筹资活动现金流净额	-196	-105	-114	-127
负债合计	519	380	404	23	现金及现金等价物净增加额	117	144	267	70
股本	39	39	39	39					
资本公积金	27	27	27	27					
未分配利润	877	1056	1251	1468					
少数股东权益	31	46	61	79					
其他	391	441	495	556					
所有者权益合计	1364	1608	1873	2169					
负债和所有者权益总计	1883	1987	2276	2191					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048