

五粮液（000858）

2024 年报及 2025 一季报点评：24 年稳健收官，25 年改革风劲

买入（维持）

2025 年 04 月 28 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	83,272	89,175	94,715	101,850	110,743
同比（%）	12.58	7.09	6.21	7.53	8.73
归母净利润（百万元）	30,211	31,853	33,776	36,458	40,343
同比（%）	13.19	5.44	6.04	7.94	10.65
EPS-最新摊薄（元/股）	7.78	8.21	8.70	9.39	10.39
P/E（现价&最新摊薄）	16.58	15.73	14.83	13.74	12.42

投资要点

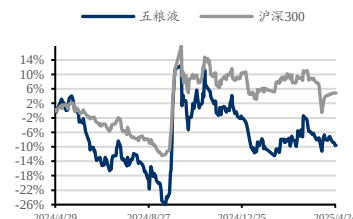
■ **事件：**公司披露 2024 年报及 2025 一季报。2024 年营收、归母净利润分别为 891.8、318.5 亿元，同比+7.1%、+5.4%；对应 24Q4 营收、归母净利润分别为 212.6、69.2 亿元，同比+2.5%、-6.2%，利润下滑主因销售费用显著增长。25Q1 营收、归母净利润 369.4、148.6 亿元，同比+6.1%、+5.8%，增速符合我们预期。

■ **24H2 降速调控，承压普五实现量价弱平衡。**2024 年公司紧扣“抓动销、稳价格、提费效、转作风”方针，通过丰富五粮液产品矩阵、核心终端扩容提质等手段，帮助推动八代普五量价基本保持稳定，经销商库存更趋良性。**1）分产品看：**24FY 公司酒类收入同增 8.7%，①五粮液全年收入同增 8.1%，量价分别同比+7.1%/+0.9%。其中，1618 在扫码红包及宴席投入驱动下，估算同比实现双位数增长；八代普五伴随宏观需求趋冷，估算全年同比实现低单增长，24H2 出货管控收紧，但提价贡献有所放大（24H1、H2 五粮液收入分别同比+11.4%、+3.8%，吨价分别同比-0.6%、+3.0%）。②其他酒全年收入同增 11.8%，量价分别同比+0.1%、11.7%，其中 H1、H2 分别同比价增 54.7%、-21.3%，上下半年产品结构波动较大。**2）分渠道看：**24FY 公司酒类经销、直销收入贡献占比分别为 54.6%、38.6%，收入分别同增 6.0%、12.9%。24FY 为优化供需匹配，公司一方面对普五传统渠道配额减量，经销渠道增速相对趋缓；另一方面加大力度拓展专卖店等直销渠道，期末共有专卖店 1786 家，同比+7.5%。

■ **24FY 净利率同比回落，Q4 市场投入显著加大。**24FY 销售净利率同比回落 0.6pct 至 37.2%，主因销售费用投入加大。①24FY 公司酒类毛利率同比+0.3pct 至 82.2%，其中五粮液、其他酒毛利率分别同比+0.4、0.7pct，前者吨价、吨成本均同比改善。②24FY 公司销售费用同比增长 37.1%（对应 Q4 同增 85.1%），销售费率同比提升 2.6pct 至 12.0%，1 是为应对市场变化，公司加大渠道返利、终端建设及消费者培育力度，全年促销费用同增 48.9%；2 是为提升配送效率，全年仓储物流费用同增 35.5%。2025 年考虑公司控费挺价，预计销售费率增幅或同比收窄。

■ **25Q1 改革风劲，聚合力，应变局。**公司于 2025 年 1 月初即宣布对传统渠道停货，随后要求按统一规则调减传统渠道配额，减量部分转由新成立的专营公司承接，以直销形式开拓团购销量，帮助强化公司销售主导权、优化资源统筹和厂商利益绑定，以更好实现精准营销。**1）收入端：**25Q1 收入同增 6.1%，增速基本与全年增长中枢预期保持一致，期间虽然经销渠道停货调整，线下商超、专卖店及其他直销渠道保持顺畅投放，销售专营公司 3 月成立后也对五粮液收入实现一定补充。**2）收现端：**25Q1 收现比为 1.04，同比明显回升，主因公司主动控制经销渠道票据打款额度，开门红后不再给予票据支持。**3）盈利端：**25Q1 销售净利率同降 0.4pct，主因毛利率同比-0.7pct，税金及附加比率同增 0.7pct。普五提价全面执行基础上，毛利率波动预计主要与其他酒及其他业务有关。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	129.05
一年最低/最高价	106.33/178.76
市净率(倍)	3.38
流通 A 股市值(百万元)	500,902.34
总市值(百万元)	500,921.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	38.17
资产负债率(%,LF)	23.34
总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股(百万股)	3,881.46

相关研究

《五粮液(000858)：全面改革勇毅破局，期待运营创新落地》

2025-03-27

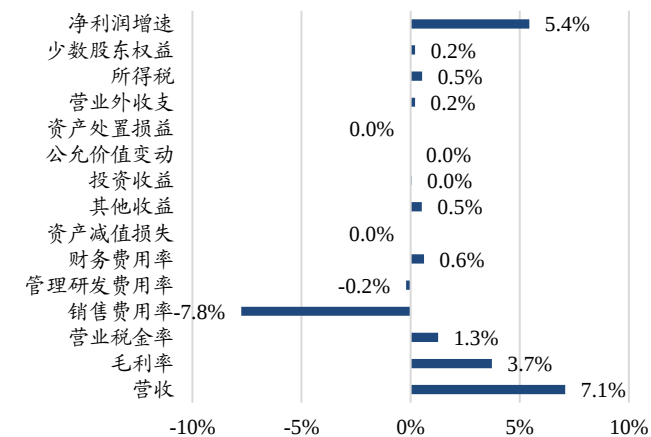
《五粮液(000858)：重视量价统筹，深化机制改革》

2024-12-19

■ **盈利预测与投资建议：**行业低谷既是酒企降速调整的压力期，也是不破不立、干事创业的机遇期，期待公司通过破釜沉舟的营销体系改革，推动营销运营焕发生机。2025 年公司年报披露，营业总收入增长目标与宏观经济指标保持一致，考虑需求复苏进程缓和，我们相应更新 2025~26 年归母净利润预测为 338、365 亿元（前值 343、383 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 403 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 15、14、12X，维持“买入”评级。

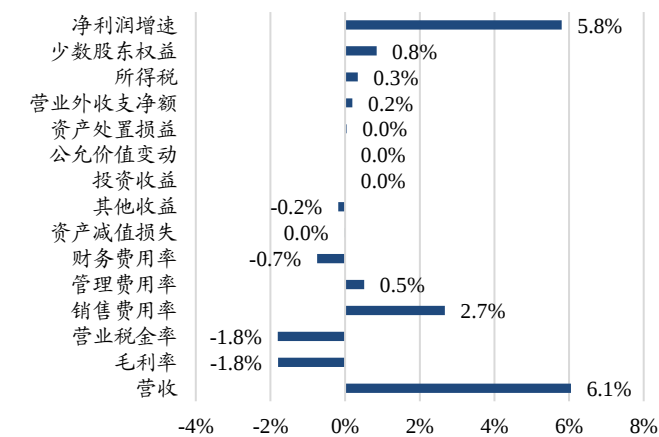
■ **风险提示：**宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、渠道改革进程偏慢。

图1：24FY 利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q1 利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	165,783	165,752	181,766	197,581	营业总收入	89,175	94,715	101,850	110,743
货币资金及交易性金融资产	127,399	126,742	143,452	157,136	营业成本(含金融类)	20,461	21,540	22,888	24,438
经营性应收款项	19,759	18,207	17,639	17,293	税金及附加	13,041	14,113	15,278	16,436
存货	18,234	20,382	20,235	22,706	销售费用	10,692	11,607	12,503	13,515
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,555	3,599	3,789	3,987
其他流动资产	392	421	440	446	研发费用	405	379	407	443
非流动资产	22,469	21,684	21,972	22,318	财务费用	(2,834)	(3,046)	(3,030)	(3,431)
长期股权投资	2,082	2,143	2,204	2,265	加:其他收益	274	272	303	296
固定资产及使用权资产	8,061	10,746	12,143	12,848	投资净收益	75	57	86	89
在建工程	5,795	2,992	1,595	847	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,671	2,730	2,783	2,916	减值损失	0	(11)	(5)	(5)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	(3)	5	(2)	(2)
长期待摊费用	142	128	115	103	营业利润	44,200	46,845	50,397	55,733
其他非流动资产	3,716	2,945	3,131	3,336	营业外净收支	(37)	(59)	(62)	(52)
资产总计	188,252	187,436	203,738	219,899	利润总额	44,163	46,787	50,335	55,681
流动负债	51,027	37,324	39,267	38,909	减:所得税	10,970	11,603	12,332	13,642
短期借款及一年内到期的非流动负债	409	266	230	302	净利润	33,193	35,184	38,003	42,039
经营性应付款项	9,502	9,365	8,903	6,322	减:少数股东损益	1,340	1,407	1,545	1,696
合同负债	11,690	9,693	11,444	12,708	归属母公司净利润	31,853	33,776	36,458	40,343
其他流动负债	29,426	18,000	18,690	19,578	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.21	8.70	9.39	10.39
非流动负债	831	831	831	831	EBIT	41,299	43,750	47,290	52,221
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	42,518	44,232	47,670	52,543
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	77.05	77.26	77.53	77.93
租赁负债	394	394	394	394	归母净利率(%)	35.72	35.66	35.80	36.43
其他非流动负债	437	437	437	437	收入增长率(%)	7.09	6.21	7.53	8.73
负债合计	51,857	38,155	40,098	39,740	归母净利润增长率(%)	5.44	6.04	7.94	10.65
归属母公司股东权益	133,285	144,764	157,579	172,401					
少数股东权益	3,110	4,517	6,062	7,758					
所有者权益合计	136,395	149,281	163,641	180,159					
负债和股东权益	188,252	187,436	203,738	219,899					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	33,940	21,767	40,267	38,853	每股净资产(元)	34.34	37.29	40.60	44.41
投资活动现金流	(2,642)	(498)	(495)	(465)	最新发行在外股份(百万股)	3,882	3,882	3,882	3,882
筹资活动现金流	(19,622)	(22,451)	(23,692)	(25,461)	ROIC(%)	23.02	22.92	22.73	22.85
现金净增加额	11,676	(1,182)	16,080	12,927	ROE-摊薄(%)	23.90	23.33	23.14	23.40
折旧和摊销	1,219	481	380	321	资产负债率(%)	27.55	20.36	19.68	18.07
资本开支	(2,656)	(476)	(498)	(465)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.73	14.83	13.74	12.42
营运资本变动	541	(14,722)	2,039	(3,322)	P/B (现价)	3.76	3.46	3.18	2.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>