

## 2025 年平稳开局，渠道优化助力发展

## ——五粮液（000858）2024Q4&amp;2025Q1 业绩点评报告

增持(维持)

2025 年 04 月 28 日

## 报告关键要素：

4 月 25 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。

## 投资要点：

**业绩略低于预期，分红率提升。**2024 年，公司实现营业收入 891.75 亿元（YoY+7.09%），实现归母净利润 318.53 亿元（YoY+5.44%），实现扣非归母净利润 317.42 亿元（YoY+5.40%）；其中 Q4 单季实现营业收入 212.60 亿元（YoY+2.53%），实现归母净利润 69.22 亿元（YoY-6.17%），实现扣非归母净利润 69.09 亿元（YoY-6.31%）。2025 年一季度，公司实现营业收入 369.40 亿元（YoY+6.05%），实现归母净利润 148.60 亿元（YoY+5.80%），实现扣非归母净利润 148.61 亿元（YoY+5.86%）。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 31.69 元（含税），合计拟派发现金红利为 123 亿元，叠加已实施的 2024 年中期现金分红 100 亿元，现金分红比率达 70%，与公司制定的《2024-2026 年度股东回报规划》相一致，较 2023 年进一步提升。

**白酒销量增速下滑，直销渠道表现更优。分产品：**受外部宏观经济因素影响，白酒行业承压，公司产品销量增速下滑拖累收入端表现。2024 年，公司核心大单品第八代五粮液销量同比增长 7.06%，营收同比增长 8.07%；其他酒产品销量同比增长 0.12%，营收同比增长 11.79%。五粮液产品毛利率同比提升 0.38pct 至 87.72%，其他酒产品毛利率同比提升 0.65pct 至 60.81%。公司持续向中高价位产品聚焦，低价位产品产量及销量下降，产能利用率有所下滑。**分渠道：**直销渠道表现优于经销渠道，直销收入同比增长 12.89%，毛利率提升 0.26pct 至 87.01%；经销收入同比增长 5.99%，毛利率提升 0.11pct 至 78.82%。

**加大市场投入，销售费用大幅提升。**2024 年：公司毛利率提升 1.26pct 至 77.06%，销售费用首次突破 100 亿元，销售费用率大幅提升 2.63pct 至 11.99%，管理/研发/财务费用率分别为 3.99%/0.45%/-3.18%，分别同比持平/+0.07/-0.21pct，净利率为 37.22%，同比下滑 0.63pct。

**2025Q1：**毛利率下滑 0.68pct 至 77.74%，销售费用率同比下滑 1.01pct 至 6.52%，管理费用率同比下降 0.23pct 至 2.83%，净利率微降，同比下滑 0.41pct 至 41.60%。

|            | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E     |
|------------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元)  | 89175.18 | 93566.78 | 98905.03 | 105008.66 |
| 增长比率(%)    | 7.09     | 4.92     | 5.71     | 6.17      |
| 归母净利润(百万元) | 31853.17 | 33605.61 | 35891.78 | 38553.81  |
| 增长比率(%)    | 5.44     | 5.50     | 6.80     | 7.42      |
| 每股收益(元)    | 8.21     | 8.66     | 9.25     | 9.93      |
| 市盈率(倍)     | 15.73    | 14.91    | 13.96    | 12.99     |
| 市净率(倍)     | 3.76     | 3.00     | 2.47     | 2.08      |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 总股本(百万股)   | 3,881.61 |
| 流通A股(百万股)  | 3,881.46 |
| 收盘价(元)     | 129.05   |
| 总市值(亿元)    | 5,009.22 |
| 流通A股市值(亿元) | 5,009.02 |

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

Q3 业绩承压，强化股东回报

业绩平稳增长，推进高端布局

营收利润稳增长，质量回报双提升

## 分析师：

叶柏良

执业证书编号：S0270524010002

电话：18125933783

邮箱：yebli@wlzq.com.cn

**盈利预测与投资建议：**当前白酒行业处于库存去化阶段，2025 年白酒商务需求在经济刺激政策下有望回暖，公司作为高端白酒龙头，品牌护城河较深，分红比例提升后中长期投资价值显现。我们根据公司 2024 年年报及 2025 年一季报调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 336.06/358.92/385.54 亿元，（更新前 2025-2026 年为 372.72/412.26 亿元），同比增长 5.50%/6.80%/7.42%，对应 EPS 为 8.66/9.25/9.93 元/股，4 月 25 日收盘价对应 PE 为 15/14/13 倍，维持公司“增持”评级。

**风险因素：**政策风险、高端酒需求不及预期风险、行业竞争加剧风险。

利润表（百万元）

|                   | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E         |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>89175</b> | <b>93567</b> | <b>98905</b> | <b>105009</b> |
| 同比增速 (%)          | 7.09         | 4.92         | 5.71         | 6.17          |
| 营业成本              | 20461        | 20782        | 21499        | 22412         |
| 毛利                | 68714        | 72785        | 77406        | 82597         |
| 营业收入 (%)          | 77.05        | 77.79        | 78.26        | 78.66         |
| 税金及附加             | 13041        | 13801        | 14596        | 15471         |
| 营业收入 (%)          | 14.62        | 14.75        | 14.76        | 14.73         |
| 销售费用              | 10692        | 11696        | 12858        | 13651         |
| 营业收入 (%)          | 11.99        | 12.50        | 13.00        | 13.00         |
| 管理费用              | 3555         | 3755         | 3956         | 4203          |
| 营业收入 (%)          | 3.99         | 4.01         | 4.00         | 4.00          |
| 研发费用              | 405          | 468          | 495          | 525           |
| 营业收入 (%)          | 0.45         | 0.50         | 0.50         | 0.50          |
| 财务费用              | -2834        | -3185        | -3851        | -4792         |
| 营业收入 (%)          | -3.18        | -3.40        | -3.89        | -4.56         |
| 资产减值损失            | 2            | -8           | -5           | -6            |
| 信用减值损失            | -1           | 0            | 0            | 0             |
| 其他收益              | 274          | 350          | 395          | 0             |
| 投资收益              | 75           | 96           | 104          | 0             |
| 净敞口套期收益           | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 公允价值变动收益          | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 资产处置收益            | -3           | 2            | 2            | 0             |
| <b>营业利润</b>       | <b>44200</b> | <b>46690</b> | <b>49849</b> | <b>53533</b>  |
| 营业收入 (%)          | 49.57        | 49.90        | 50.40        | 50.98         |
| 营业外收支             | -37          | -66          | -65          | -56           |
| <b>利润总额</b>       | <b>44163</b> | <b>46624</b> | <b>49784</b> | <b>53477</b>  |
| 营业收入 (%)          | 49.52        | 49.83        | 50.34        | 50.93         |
| 所得税费用             | 10970        | 11557        | 12349        | 13265         |
| 净利润               | 33193        | 35067        | 37435        | 40212         |
| 营业收入 (%)          | 37.22        | 37.48        | 37.85        | 38.29         |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>31853</b> | <b>33606</b> | <b>35892</b> | <b>38554</b>  |
| 同比增速 (%)          | 5.44         | 5.50         | 6.80         | 7.42          |
| 少数股东损益            | 1340         | 1461         | 1543         | 1658          |
| EPS（元/股）          | 8.21         | 8.66         | 9.25         | 9.93          |

基本指标

|           | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 8.21   | 8.66   | 9.25   | 9.93   |
| BVPS      | 34.34  | 43.00  | 52.24  | 62.17  |
| PE        | 15.73  | 14.91  | 13.96  | 12.99  |
| PEG       | 2.89   | 2.71   | 2.05   | 1.75   |
| PB        | 3.76   | 3.00   | 2.47   | 2.08   |
| EV/EBITDA | 9.81   | 7.96   | 6.72   | 5.54   |
| ROE       | 23.90% | 20.14% | 17.70% | 15.98% |
| ROIC      | 22.62% | 18.97% | 16.47% | 14.65% |

资产负债表（百万元）

|                | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金           | 127399        | 154046        | 191691        | 230559        |
| 交易性金融资产        | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应收票据及应收账款      | 48            | 74            | 65            | 71            |
| 存货             | 18234         | 18280         | 18932         | 19768         |
| 预付款项           | 145           | 158           | 162           | 168           |
| 合同资产           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动资产         | 19958         | 22025         | 21851         | 23721         |
| 流动资产合计         | 165783        | 194583        | 232701        | 274288        |
| 长期股权投资         | 2082          | 2137          | 2186          | 2239          |
| 固定资产           | 7265          | 8078          | 8826          | 9518          |
| 在建工程           | 5795          | 6126          | 6652          | 7121          |
| 无形资产           | 2671          | 3352          | 4272          | 4986          |
| 商誉             | 2             | 2             | 2             | 2             |
| 递延所得税资产        | 3397          | 3076          | 3076          | 3076          |
| 其他非流动资产        | 1257          | 984           | 855           | 767           |
| <b>资产总计</b>    | <b>188252</b> | <b>218338</b> | <b>258569</b> | <b>301997</b> |
| 短期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付票据及应付账款      | 9493          | 9669          | 10032         | 10438         |
| 预收账款           | 9             | 15            | 15            | 15            |
| 合同负债           | 11690         | 11314         | 11660         | 12716         |
| 应付职工薪酬         | 4575          | 4297          | 4513          | 4732          |
| 应交税费           | 7287          | 7289          | 7787          | 8291          |
| 其他流动负债         | 17972         | 13488         | 14860         | 15891         |
| 流动负债合计         | 51027         | 46071         | 48867         | 52083         |
| 长期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付债券           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 递延所得税负债        | 194           | 171           | 171           | 171           |
| 其他非流动负债        | 637           | 635           | 635           | 635           |
| <b>负债合计</b>    | <b>51857</b>  | <b>46877</b>  | <b>49673</b>  | <b>52889</b>  |
| 归属于母公司的所有者权益   | 133285        | 166891        | 202783        | 241336        |
| 少数股东权益         | 3110          | 4571          | 6114          | 7772          |
| <b>股东权益</b>    | <b>136395</b> | <b>171462</b> | <b>208897</b> | <b>249108</b> |
| <b>负债及股东权益</b> | <b>188252</b> | <b>218338</b> | <b>258569</b> | <b>301997</b> |

现金流量表（百万元）

|                  | 2024A         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流净额</b> | <b>33940</b>  | <b>28485</b> | <b>39913</b> | <b>41039</b> |
| 投资               | 0             | -55          | -49          | -54          |
| 资本性支出            | -2656         | -1969        | -2324        | -2117        |
| 其他               | 14            | 193          | 104          | 0            |
| <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-2642</b>  | <b>-1831</b> | <b>-2268</b> | <b>-2170</b> |
| 债权融资             | 0             | -7           | 0            | 0            |
| 股权融资             | 92            | 0            | 0            | 0            |
| 银行贷款增加（减少）       | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 筹资成本             | -19241        | 0            | 0            | 0            |
| 其他               | -473          | 0            | 0            | 0            |
| <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>-19622</b> | <b>-7</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>现金净流量</b>     | <b>11676</b>  | <b>26647</b> | <b>37645</b> | <b>38868</b> |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人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证券分析师，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了本人的研究观点。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。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场