

## 公司研究

## 25年开局平稳，期待改革成效

## ——五粮液（000858.SZ）2024年年报与2025年一季报点评

## 要点

**事件：**五粮液发布2024年年报及2025年一季报，公司24年实现总营收891.75亿元、同比增加7.09%，归母净利润318.53亿元、同比增加5.44%，其中24Q4总营收212.6亿元、同比增加2.53%，归母净利润69.22亿元、同比减少6.17%。25Q1总营收369.4亿元、同比增加6.05%，归母净利润148.6亿元、同比增加5.8%。公司24年拟每10股派发现金红利31.69元（含税），年度累计现金分红总额223亿元（含税）、对应分红比例约70%。

**24年平稳收官，25年开局控货挺价。**1) 产品端，24年五粮液主品牌/其他酒营收为678.75/152.51亿元，同比+8.07%/+11.79%，其中主品牌销量/均价同比+7.06%/+0.94%，其他酒销量/均价分别同比+0.12%/+11.65%。主品牌销量稳健增长，八代普五市场价格保持稳定，1618、39度五粮液消费氛围浓厚、估计贡献主要增量，并且上新45/68度五粮液、经典五粮液10/20/30/50产品系列等新品，生肖酒等差异化产品亦有贡献。其他酒产品持续向中高价位聚焦，均价提升较为明显。场景角度，宴席市场精准发力，全年主品牌/浓香酒宴席活动同比增长30%/52%。渠道端，公司持续优化传统渠道商家结构，将原27个营销大区整合为北部、南部、东部三大片区，建立“总部-区域中心-终端”的垂直管控体系，有利于市场扁平化管理。2) 25Q1公司加大对普五的控货挺价，积极推进销售架构改革，25Q1及24Q4总营收合计同比增长4.73%，实现平稳开局。

**24年加大销售费用投入，25Q1合同负债同比提升明显。**1) 24年/25Q1毛利率77.05%/77.74%，同比+1.26/-0.69pct，24年主品牌/其他酒毛利率分别同比+0.38/+0.65pct。24年/25Q1税金及附加项占营收比重14.62%/14.63%，同比-0.43/+0.68pct；销售费用率11.99%/6.52%，同比+2.63/-1.01pct，24年销售费率提升明显，主要系公司加大形象宣传、渠道/团队建设、消费者培育等投入力度；管理及研发费用率4.44%/3.11%，同比较为平稳。24年/25Q1归母净利润率35.72%/40.23%，同比-0.56/-0.09pct。2) 24年/25Q1销售现金回款1018.69/382.34亿元，同比-3.30%/+75.64%；截至25Q1末合同负债101.66亿元、同比增加51亿元/环比减少15亿元。

**盈利预测、估值与评级：**公司25年经营目标为营业总收入与宏观经济指标保持一致，期待后续营销改革成效显著。考虑需求恢复节奏，下调2025-26年归母净利润预测为336.91/358.96亿元（较前次预测下调6.7%/8.6%），新增27年归母净利润预测为382.83亿元，折合EPS为8.68/9.25/9.86元，当前股价对应P/E为15/14/13倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**高端白酒需求疲软，普五挺价不及预期，千元价位白酒竞争加剧。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	83,272	89,175	93,833	99,380	105,488
营业收入增长率	12.58%	7.09%	5.22%	5.91%	6.15%
归母净利润（百万元）	30,211	31,853	33,691	35,896	38,283
归母净利润增长率	13.19%	5.44%	5.77%	6.54%	6.65%
EPS（元）	7.78	8.21	8.68	9.25	9.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.32%	23.90%	23.29%	23.00%	22.76%
P/E	17	16	15	14	13
P/B	3.9	3.8	3.5	3.2	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-04-25

## 买入（维持）

当前价：129.05元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

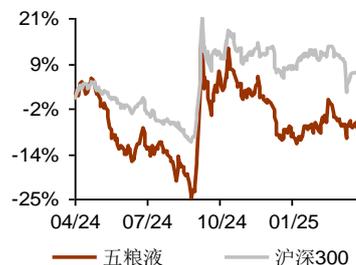
021-52523658

lijq@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	38.82
总市值(亿元)	5009.22
一年最低/最高(元)	104.23/175.22
近3月换手率	31.32%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.08	2.24	-14.52
绝对	-3.62	1.45	-10.02

资料来源：Wind

## 相关研报

Q3收入增长放缓，积极加大股东回报——五粮液（000858.SZ）2024年三季报点评

（2024-10-31）

Q2业绩兑现超预期，报表质量亮眼——五粮液（000858.SZ）2024年中报点评（2024-08-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	83,272	89,175	93,833	99,380	105,488
营业成本	20,157	20,461	20,905	21,671	22,569
折旧和摊销	515	710	967	1,081	1,157
税金及附加	12,532	13,041	13,887	14,708	15,612
销售费用	7,796	10,692	11,354	12,025	12,764
管理费用	3,319	3,555	3,753	3,975	4,220
研发费用	322	405	422	447	475
财务费用	-2,473	-2,834	-2,800	-2,800	-2,800
投资收益	58	75	75	75	75
营业利润	42,004	44,200	46,669	49,726	53,039
利润总额	41,913	44,163	46,619	49,676	52,979
所得税	10,392	10,970	11,580	12,344	13,165
净利润	31,521	33,193	35,039	37,331	39,814
少数股东损益	1,310	1,340	1,348	1,436	1,531
归属母公司净利润	30,211	31,853	33,691	35,896	38,283
EPS(元)	7.78	8.21	8.68	9.25	9.86

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41,742	33,940	28,308	30,788	32,847
净利润	30,211	31,853	33,691	35,896	38,283
折旧摊销	515	710	967	1,081	1,157
净营运资金增加	-1,463	-5,388	9,786	10,295	11,358
其他	12,480	6,764	-16,137	-16,483	-17,951
投资活动产生现金流	-2,932	-2,642	-2,115	-1,550	-1,525
净资本支出	-2,955	-2,656	-2,050	-1,550	-1,550
长期投资变化	2,020	2,082	0	0	0
其他资产变化	-1,997	-2,068	-65	0	25
融资活动现金流	-16,300	-19,622	-19,559	-21,727	-23,332
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-361	394	-59	0	0
无息负债变化	-2,586	18,380	-356	1,382	1,544
净现金流	22,511	11,676	6,635	7,511	7,990

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	75.8%	77.1%	77.7%	78.2%	78.6%
EBITDA 率	48.1%	47.2%	47.7%	48.2%	48.7%
EBIT 率	47.4%	46.3%	46.7%	47.1%	47.6%
税前净利润率	50.3%	49.5%	49.7%	50.0%	50.2%
归母净利润率	36.3%	35.7%	35.9%	36.1%	36.3%
ROA	19.1%	17.6%	17.5%	17.4%	17.3%
ROE (摊薄)	23.3%	23.9%	23.3%	23.0%	22.8%
经营性 ROIC	30.2%	32.2%	30.7%	29.8%	29.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	20%	28%	26%	25%	24%
流动比率	4.50	3.25	3.49	3.66	3.83
速动比率	3.97	2.89	3.13	3.29	3.46
归母权益/有息债务	8927.39	326.14	413.36	445.84	480.56
有形资产/有息债务	11091.77	445.44	556.48	597.02	640.54

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	165,433	188,252	200,577	214,763	229,989
货币资金	115,456	127,399	134,034	141,545	149,534
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	43	37	47	50	53
应收票据	0	10	9	10	11
其他应收款 (合计)	40	47	47	50	53
存货	17,388	18,234	18,605	19,287	20,086
其他流动资产	14,086	19,911	24,476	29,911	35,898
流动资产合计	147,182	165,783	177,378	191,020	205,803
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	2,020	2,082	2,082	2,082	2,082
固定资产	5,188	7,262	9,488	10,151	10,663
在建工程	5,621	5,793	4,494	4,046	3,822
无形资产	2,057	2,671	2,667	2,664	2,660
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	825	318	318	318	318
非流动资产合计	18,251	22,469	23,199	23,743	24,186
总负债	33,084	51,857	51,442	52,825	54,369
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	8,864	9,077	8,362	8,668	9,027
应付票据	732	416	1,045	1,084	1,128
预收账款	18	9	9	10	11
其他流动负债	664	1,057	1,336	1,669	2,035
流动负债合计	32,683	51,027	50,800	52,182	53,726
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	253	243	243	243	243
非流动负债合计	400	831	643	643	643
股东权益	132,349	136,395	149,134	161,938	175,620
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
公积金	36,271	41,747	41,747	41,747	41,747
未分配利润	89,405	87,657	99,048	110,417	122,567
归属母公司权益	129,558	133,285	144,677	156,045	168,196
少数股东权益	2,791	3,110	4,457	5,893	7,424

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	9.36%	11.99%	12.10%	12.10%	12.10%
管理费用率	3.99%	3.99%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	-2.97%	-3.18%	-2.98%	-2.82%	-2.65%
研发费用率	0.39%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	4.67	5.75	6.32	6.73	7.18
每股经营现金流	10.75	8.74	7.29	7.93	8.46
每股净资产	33.38	34.34	37.27	40.20	43.33
每股销售收入	21.45	22.97	24.17	25.60	27.18

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17	16	15	14	13
PB	3.9	3.8	3.5	3.2	3.0
EV/EBITDA	11.8	11.1	10.5	9.8	9.2
股息率	3.6%	4.5%	4.9%	5.2%	5.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP