



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 04 月 27 日

基础数据

04 月 25 日收盘价（元）	129.05
总市值（亿元）	5,009.22
总股本（亿股）	38.82

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

- 【兴证食饮】五粮液三季报点评：业绩符合预期，加大股东回报-2024.11.01
- 【兴证食饮】五粮液中报点评：Q2 延续稳健增长，现金流表现亮眼-2024.09.01
- 【兴证食饮】五粮液：业绩稳健增长，分红率提升-2024.04.29

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

研究助理：王嘉琦

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

五粮液(000858.SZ) 积极变革，稳中求进

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 891.75/318.53/317.42 亿元，同比+7.09%/+5.44%/+5.40%。24Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 212.60/69.22/69.09 亿元，同比+2.53%/-6.17%/-6.31%。25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 369.40/148.60/148.61 亿元，同比+6.05%/+5.80%/+5.86%。此外，公司年末拟派发现金红利 123 亿元，叠加中期派发现金分红 100 亿元，2024 年现金分红率 70%。
- **2024 年稳健收官，低度、1618 驱动增长。**分品类：2024 年五粮液系列收入 678.75 亿元，同增 8.07%，其中销量 4.14 万吨、同比+7.06%，吨价同比+0.94%；量增主要系低度、1618 拉动，精准发力宴席市场，主品牌宴席活动收入同比增长 30%，吨价小幅提升主要系普五提价。2024 年其他酒收入 152.51 亿元，同比+11.79%，其中销量 12.06 万吨、同比+0.12%，吨价同比+11.65%，五粮浓香公司持续向中高价位产品聚焦。费投增加致盈利能力有所波动：2024 年毛利率为 77.05%，同比+1.26pct，主要系普五提价、酒类收入占比提升。2024 年销售费用率为 11.99%，同比+2.63pct，主要系 1618、低度等现金红包投入增加、广宣费用增加。综合以上因素，2024 年归母净利率为 35.72%，同比-0.56pct，其中 Q4 归母净利率为 32.56%，同比-3.02pct。
- **25Q1 普五控量挺价，合同负债、现金流均表现出色。**Q1 总收入同比增速 6%，主要系 1618、低度持续贡献增长，普五以稳价为主，坚决控量，批价在春节前回升并在淡季保持相对稳定。Q1 毛利率为 77.74%，同比-0.68pct，主要系结构影响；税金及附加占营收比重同比+0.69pct 主要系节奏确认差异；销售费用率同比-1.02pct，费投有所优化；归母净利率为 40.23%，同比-0.09pct，较为平稳。此外，Q1 末合同负债余额 101.66 亿元，销售确认致环比减少 15.24 亿元，但同比仍增加 51.19 亿元，仍在高位。Q1 销售收现同比+75.63%，经营活动产生现金流量净额同比+2970.31%。
- **盈利预测与投资建议：**根据 2024 年年报及 2025 年一季报调整盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入分别为 948.37/1028.06/1097.97 亿元，同比增长 6.3%/8.4%/6.8%，归母净利润分别为 337.82/370.18/397.54 亿元，同比增长 6.1%/9.6%/7.4%，EPS 为 8.70/9.54/10.46 元；对应 2025 年 4 月 25 日收盘价，PE 为 14.8/13.5/12.6 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能投产进度或不及预期、产品质量管理风险、行业政策风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	89175	94837	102806	109797
同比增长	7.1%	6.3%	8.4%	6.8%
归母净利润（百万元）	31853	33782	37018	39754
同比增长	5.4%	6.1%	9.6%	7.4%
毛利率	77.1%	77.0%	77.3%	76.9%
ROE	23.9%	22.8%	22.4%	21.7%
每股收益（元）	8.21	8.70	9.54	10.24
市盈率	15.7	14.8	13.5	12.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

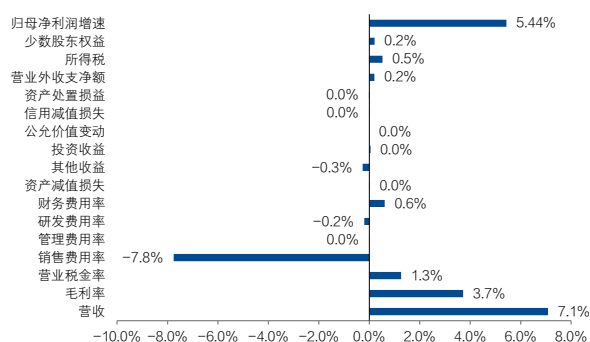
公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 891.75/318.53/317.42 亿元，同比+7.09%/+5.44%/+5.40%。24Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 212.60/69.22/69.09 亿元，同比+2.53%/-6.17%/-6.31%。25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 369.40/148.60/148.61 亿元，同比+6.05%/+5.80%/+5.86%。此外，公司年末拟派发现金红利 123 亿元，叠加中期派发现金分红 100 亿元，2024 年现金分红率 70%。

点评

- **2024 年稳健收官，低度、1618 驱动增长。**
- ✓ **分品类：**2024 年五粮液系列收入 678.75 亿元，同增 8.07%，其中销量 4.14 万吨、同比+7.06%，吨价同比+0.94%；量增主要系低度、1618 拉动，精准发力宴席市场，主品牌宴席活动收入同比增长 30%，吨价小幅提升主要系普五提价。2024 年其他酒收入 152.51 亿元，同比+11.79%，其中销量 12.06 万吨、同比+0.12%，吨价同比+11.65%，五粮浓香公司持续向中高价位产品聚焦。
- ✓ **渠道端：**2024 年五粮液经销商数量 2652 家、净增加 82 家（同比+3%），其中东部、北部区域增量较多；五粮浓香经销商数量 1059 家、净增加 245 家（同比+30%）；专卖店数量 1786 家、净增加 124 家（同比+7%），新增核心终端 1.6 万家，强化市场拓展，推动终端网点扩容提质。
- ✓ **费投增加致盈利能力有所波动：**2024 年毛利率为 77.05%，同比+1.26pct，其中 Q4 毛利率为 77.04%，同比+1.45pct，主要系普五提价、酒类收入占比提升。2024 年销售费用率为 11.99%，同比+2.63pct，其中 Q4 销售费用率同比+6.09pct，主要系 1618、低度等现金红包投入增加、广宣费用增加。综合以上因素，2024 年归母净利率为 35.72%，同比-0.56pct，其中 Q4 归母净利率为 32.56%，同比-3.02pct。
- ✓ **合同负债高位保障来年业绩确定性：**2024 年末合同负债余额 116.90 亿元，同比增加 48.25 亿元，环比增加 46.18 亿元，处在相对高位。2024 年销售收现同比-3.30%，经营活动产生现金流量净额同比-18.69%，主要系 24Q4 收取的银行承兑汇票较多（Q4 末应收票据及应收账款融资余额环比增加 118.77 亿元）。

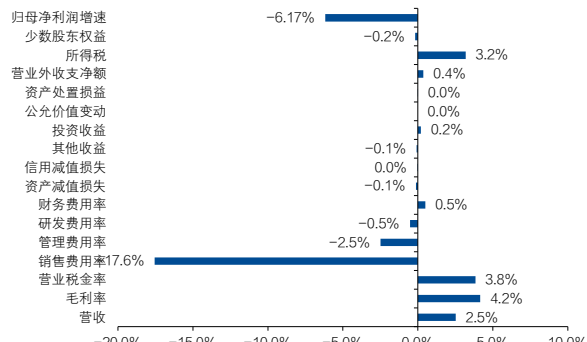
- **25Q1 普五控量挺价，合同负债、现金流均表现出色。**Q1 总收入同比增速 6%，主要系 1618、低度持续贡献增长，普五以稳价为主，坚决控量，批价在春节前回升并在淡季保持相对稳定。Q1 毛利率为 77.74%，同比-0.68pct，主要系结构影响；税金及附加占营收比重同比+0.69pct 主要系节奏确认差异；销售费用率同比-1.02pct，费投有所优化；归母净利率为 40.23%，同比-0.09pct，较为平稳。此外，Q1 末合同负债余额 101.66 亿元，销售确认致环比减少 15.24 亿元，但同比仍增加 51.19 亿元，仍在高位。Q1 销售收现同比+75.63%，经营活动产生现金流量净额同比+2970.31%，主要系货款现金比例较高、同期票据多致现金流低基数。
- **定调 2025 年“营销执行提升年”，积极变革，边际向上，规划营业总收入与宏观经济指标保持一致。**今年公司继续深化“稳价格、抓动销、提费效、转作风”营销方针，将价格稳定工作摆在首位。一方面，对普五坚决控量，1 月上旬八代全面停货，1 月下旬公布梯度减量计划+核心城市终端直配试点，普五批价从去年四季度低点 880 元回升至 930 元，渠道质量稳步提升，渠道信心持续恢复。另一方面，积极变革营销体系，撤销五品部、成立销售公司，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，缩短销售决策流程，统筹资源，以拿回渠道主导权，进一步稳定批价。此外，公司加强 1618、低度等战术性产品的推广，上新 45 度、68 度五粮液丰富产品矩阵，保障全年业绩稳健性。此外，公司 2024 年分红率从 60%提至 70%，计划实施 2025 年中期分红，持续提升股东回报。
- **盈利预测与投资建议：**根据 2024 年年报及 2025 年一季报调整盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入分别为 948.37/1028.06/1097.97 亿元，同比增长 6.3%/8.4%/6.8%，归母净利润分别为 337.82/370.18/397.54 亿元，同比增长 6.1%/9.6%/7.4%，EPS 为 8.70/9.54/10.46 元；对应 2025 年 4 月 25 日收盘价，PE 为 14.8/13.5/12.6 倍，维持“买入”评级。

图1、2024 年归母净利润增速贡献拆分



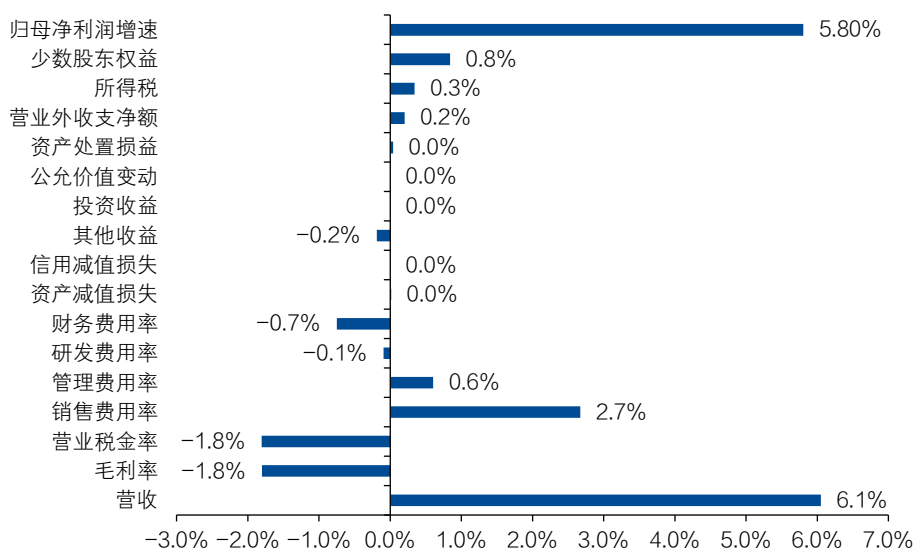
数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、24Q4 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、25Q1 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：产能投产进度或不及预期、产品质量管理风险、行业政策风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	165783	180404	205401	233527
货币资金	127399	145100	168690	194768
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	48	72	77	86
预付款项	145	164	175	190
存货	18234	18970	20216	21160
其他	19958	16098	16242	17323
非流动资产	22469	21413	21137	21031
长期股权投资	2082	2229	2240	2241
固定资产	7265	7530	8010	8241
在建工程	5795	4716	4173	3738
无形资产	2671	3115	3195	3321
商誉	2	2	2	2
其他	4654	3821	3517	3489
资产总计	188252	201817	226537	254558
流动负债	51027	47793	54398	63170
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9493	9895	10633	16299
其他	41533	37898	43765	46871
非流动负债	831	875	655	655
长期借款	0	0	0	0
其他	831	875	655	655
负债合计	51857	48668	55053	63825
股本	3882	3882	3882	3882
未分配利润	87657	97791	108897	120823
少数股东权益	3110	4662	6339	7699
股东权益合计	136395	153149	171484	190733
负债及权益合计	188252	201817	226537	254558

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	31853	33782	37018	39754
折旧和摊销	1219	1974	2066	1870
营运资金的变动	541	-164	5188	6727
经营活动产生现金流量	33940	37522	45990	49716
资本支出	-2656	-1245	-1792	-1840
长期投资	0	-147	-11	-1
投资活动产生现金流量	-2642	-1244	-1804	-1773
债权融资	0	62	-220	0
股权融资	92	0	0	0
融资活动产生现金流量	-19622	-18577	-20596	-21865
现金净变动	11676	17701	23590	26078

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	89175	94837	102806	109797
营业成本	20461	21833	23363	25335
税金及附加	13041	14025	15204	16238
销售费用	10692	11264	12005	12821
管理费用	3555	3604	3804	3953
研发费用	405	431	467	499
财务费用	-2834	-2998	-3173	-3374
投资收益	75	78	73	78
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	-1	3
资产减值损失	2	-14	-10	-1
营业利润	44200	46995	51476	54665
营业外收支	-37	-83	-87	-86
利润总额	44163	46912	51388	54579
所得税	10970	11578	12694	13465
净利润	33193	35334	38695	41114
少数股东损益	1340	1553	1677	1360
归属母公司净利润	31853	33782	37018	39754
EPS(元)	8.21	8.70	9.54	10.24

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	7.1%	6.3%	8.4%	6.8%
营业利润增长率	5.2%	6.3%	9.5%	6.2%
归母净利润增长率	5.4%	6.1%	9.6%	7.4%
盈利能力				
毛利率	77.1%	77.0%	77.3%	76.9%
归母净利率	35.7%	35.6%	36.0%	36.2%
ROE	23.9%	22.8%	22.4%	21.7%
偿债能力				
资产负债率	27.5%	24.1%	24.3%	25.1%
流动比率	3.25	3.77	3.78	3.70
速动比率	2.88	3.37	3.39	3.35
营运能力				
资产周转率	50.4%	48.6%	48.0%	45.6%
每股资料(元)				
每股收益	8.21	8.70	9.54	10.24
每股经营现金	8.74	9.67	11.85	12.81
估值比率(倍)				
PE	15.7	14.8	13.5	12.6
PB	3.8	3.4	3.0	2.7

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn