

25Q1 业绩超预期，渠道改革潜力被低估

核心观点

- 公司发布 24 年报及 25Q1 季报，业绩超预期。**24 年公司营收 891.75 亿元，同比 +7.09%；归母净利 318.53 亿元，同比 +5.44%。25Q1 营收 369.40 亿元，同比 +6.05%，归母净利 148.60 亿元，同比 +5.80%。24 年五粮液主品牌营收 678.75 亿元，同比增长 8.07%；系列酒营收 152.51 亿元，同比增长 11.79%；在宴席市场精准发力，主品牌宴席活动同比增长 30%，浓香酒宴席活动同比增长 52%。
- 渠道改革潜力被低估，扁平化组织架构提高应市能力。**24 年公司东部片区营收 312.90 亿元，同比 +9.75%；南部片区营收 393.36 亿元，同比 +12.65%；北部片区营收 125.01 亿元，同比 -3.98%。传统渠道优化商家结构、强化量价平衡，24 年全年新增核心终端 1.6 万家；直营渠道“三店一家”建设成效凸显，专卖店数量从 1,662 家增加到 1,786 家；新兴渠道布局全面完成。公司扁平化组织架构，缩短决策流程，撤销五品部重点打造销售公司。27 个营销区合并成立北部南部东部三个大区，同时联合大商成立销售平台公司，减轻中转仓压力，类似专营公司模式大商入股可以更好地激发渠道活力，且有利于开拓团购等非常规流通渠道，但由于此前春糖白酒氛围反馈较差，市场并未充分定价公司改革潜力，我们认为改革被低估。
- 分红比例达到 70%符合承诺，25 年重视份额提升。**24 年全年毛利率 77.05%，同比增加 1.26pct；归母净利率为 35.72%，同比下降 0.56pct；全年销售费用率为 11.99%，同比增加 2.63pct；累计总费用率为 13.25%，增加 2.49pct。销售费用增长主要系加大渠道建设等投入以及仓储物流费投入。25Q1 毛利率为 77.74%，同比下降 0.68pct，归母净利率为 40.23%，同比下降 0.09pct。25Q1 单季总费用率为 7.84%，同比下降 0.93pct。24 年度公司累计现金分红总额为 223 亿元（含税），占公司 24 年度合并报表归母净利的比例约 70.01%，符合此前分红承诺。25 年公司希望推动市场份额提升，目标使营业总收入与宏观经济指标保持一致。

盈利预测与投资建议

- 考虑普五持续控货挺价以及渠道改革，下调 25-26 年收入、上调毛利率和销售费用率，预测公司 25-27 年 EPS 分别为 8.74、9.63、10.39 元（原预测为 9.70、10.86 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 25 年的 16 倍市盈率，对应目标价为 139.84 元，维持买入评级。

风险提示：宏观经济及消费环境不及预期、价格不及预期、渠道改革风险、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	93,895	101,898	108,848
同比增长(%)	12.6%	7.1%	5.3%	8.5%	6.8%
营业利润(百万元)	42,004	44,200	46,832	51,575	55,638
同比增长(%)	13.0%	5.2%	6.0%	10.1%	7.9%
归属母公司净利润(百万元)	30,211	31,853	33,929	37,380	40,323
同比增长(%)	13.2%	5.4%	6.5%	10.2%	7.9%
每股收益(元)	7.78	8.21	8.74	9.63	10.39
毛利率(%)	75.8%	77.1%	77.3%	77.9%	78.4%
净利率(%)	36.3%	35.7%	36.1%	36.7%	37.0%
净资产收益率(%)	24.8%	24.2%	23.4%	22.8%	22.7%
市盈率	16.6	15.7	14.8	13.4	12.4
市净率	3.9	3.8	3.2	2.9	2.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月28日）	130.85 元
目标价格	139.84 元
52 周最高价/最低价	175.22/104.23 元
总股本/流通 A 股（万股）	388,161/388,146
A 股市值（百万元）	507,908
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 04 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.39	-1.79	2.87	-9.07
相对表现%	0.48	1.62	3.8	-14.58
沪深 300%	-0.09	-3.41	-0.93	5.51



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

相关报告

业绩增速放缓，进一步提升股东回报	2024-11-01
合同负债表现亮眼，目标任务双过半	2024-08-30
23 年圆满收官，普五批价有望向好	2024-05-11

投资建议

考虑普五持续控货挺价以及渠道改革，下调 25-26 年收入、上调毛利率和销售费用率，预测公司 25-27 年 EPS 分别为 8.74、9.63、10.39 元（原预测为 9.70、10.86 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 25 年的 16 倍市盈率，对应目标价为 139.84 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	600519	1550.00	68.64	74.98	81.68	22.58	20.67	18.98
泸州老窖	000568	125.60	9.15	10.40	11.55	13.72	12.08	10.88
山西汾酒	600809	209.51	10.19	11.68	13.35	20.55	17.93	15.69
古井贡酒	000596	171.14	10.44	12.24	14.05	16.40	13.99	12.18
水井坊	600779	45.65	2.80	2.99	3.26	16.31	15.29	14.01
洋河股份	002304	71.70	5.52	5.39	5.74	12.99	13.31	12.50
酒鬼酒	000799	43.59	0.23	0.49	0.64	192.37	88.22	68.19
调整后平均						18.00	16.00	15.00

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2025 年 4 月 28 日收盘价）

风险提示

- **宏观经济及消费环境不及预期风险。**若经济及消费整体复苏不及预期，可能导致商务、宴席等场景复苏较慢，进而影响普五动销，可能对公司营收、估值造成不利影响。
- **价格不及预期风险。**公司采取控量挺价政策减少供应量调整市场供求关系，从而实现价格的稳定。如果公司在控量保价方面不及预期，可能会对公司品牌力及当期收入利润造成负面影响。
- **渠道改革风险。**若公司渠道改革效果不及预期，则可能导致公司收入不及预期。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能会对公司的销量及业绩造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	115,456	127,399	149,983	163,395	177,669
应收票据、账款及款项融资	14,129	19,614	20,652	22,412	23,941
预付账款	169	145	153	166	177
存货	17,388	18,234	18,988	20,034	20,958
其他	40	392	50	54	58
流动资产合计	147,182	165,783	189,825	206,061	222,803
长期股权投资	2,020	2,082	2,082	2,082	2,082
固定资产	5,188	7,262	8,969	10,188	11,044
在建工程	5,621	5,793	5,323	4,604	4,067
无形资产	2,057	2,671	2,514	2,357	2,200
其他	3,364	4,661	5,314	5,530	5,871
非流动资产合计	18,251	22,469	24,201	24,760	25,264
资产总计	165,433	188,252	214,026	230,822	248,067
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9,597	9,493	9,886	10,430	10,912
其他	23,087	41,533	41,744	42,794	43,706
流动负债合计	32,683	51,027	51,630	53,224	54,617
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	400	831	644	643	641
非流动负债合计	400	831	644	643	641
负债合计	33,084	51,857	52,274	53,867	55,258
少数股东权益	2,791	3,110	4,537	6,110	7,807
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683
留存收益	122,994	126,721	150,651	164,281	178,438
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	132,349	136,395	161,753	176,955	192,808
负债和股东权益总计	165,433	188,252	214,026	230,822	248,067

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	31,521	33,193	35,357	38,953	42,020
折旧摊销	239	462	832	980	1,044
财务费用	(2,473)	(2,834)	(3,039)	(3,447)	(3,752)
投资损失	(58)	(75)	(66)	(71)	(69)
营运资金变动	10,781	1,345	(446)	(1,229)	(1,075)
其它	1,733	1,848	(940)	(286)	(343)
经营活动现金流	41,742	33,940	31,698	34,899	37,825
资本支出	(3,360)	(3,083)	(1,811)	(1,255)	(1,206)
长期投资	(34)	(61)	0	0	0
其他	462	502	66	71	69
投资活动现金流	(2,932)	(2,642)	(1,745)	(1,184)	(1,138)
债权融资	(374)	10,393	(409)	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(15,926)	(30,016)	(6,960)	(20,303)	(22,414)
筹资活动现金流	(16,300)	(19,622)	(7,369)	(20,303)	(22,414)
汇率变动影响	1	1	-0	-0	-0
现金净增加额	22,511	11,676	22,584	13,412	14,274

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	83,272	89,175	93,895	101,898	108,848
营业成本	20,157	20,461	21,308	22,482	23,519
销售费用	7,796	10,692	11,258	12,218	13,051
管理费用	3,319	3,555	3,743	4,062	4,340
研发费用	322	405	426	463	494
财务费用	(2,473)	(2,834)	(3,039)	(3,447)	(3,752)
资产、信用减值损失	5	(0)	2	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	58	75	66	71	69
其他	(12,200)	(12,770)	(13,430)	(14,615)	(15,624)
营业利润	42,004	44,200	46,832	51,575	55,638
营业外收入	45	40	43	41	42
营业外支出	136	77	107	92	99
利润总额	41,913	44,163	46,769	51,525	55,581
所得税	10,392	10,970	11,412	12,572	13,562
净利润	31,521	33,193	35,357	38,953	42,020
少数股东损益	1,310	1,340	1,428	1,573	1,697
归属于母公司净利润	30,211	31,853	33,929	37,380	40,323
每股收益（元）	7.78	8.21	8.74	9.63	10.39

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	12.6%	7.1%	5.3%	8.5%	6.8%
营业利润	13.0%	5.2%	6.0%	10.1%	7.9%
归属于母公司净利润	13.2%	5.4%	6.5%	10.2%	7.9%
获利能力					
毛利率	75.8%	77.1%	77.3%	77.9%	78.4%
净利率	36.3%	35.7%	36.1%	36.7%	37.0%
ROE	24.8%	24.2%	23.4%	22.8%	22.7%
ROIC	23.8%	23.1%	22.2%	21.5%	21.2%
偿债能力					
资产负债率	20.0%	27.5%	24.4%	23.3%	22.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.50	3.25	3.68	3.87	4.08
速动比率	3.97	2.89	3.31	3.50	3.70
营运能力					
应收账款周转率	2,126.1	2,229.5	2,449.3	2,485.4	2,466.5
存货周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	7.78	8.21	8.74	9.63	10.39
每股经营现金流	10.75	8.74	8.17	8.99	9.74
每股净资产	33.38	34.34	40.50	44.01	47.66
估值比率					
市盈率	16.6	15.7	14.8	13.4	12.4
市净率	3.9	3.8	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	9.1	8.7	8.1	7.4	6.9
EV/EBIT	9.2	8.8	8.3	7.5	7.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。