

五粮液（000858.SZ）

开局状态良好，渠道酝酿积极变化

2025 年 05 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

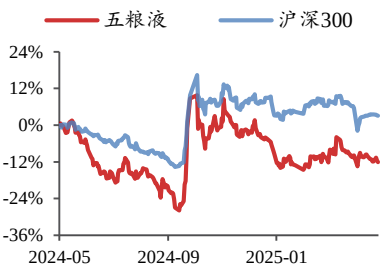
证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2025/4/30
当前股价(元)	128.70
一年最高最低(元)	178.76/106.33
总市值(亿元)	4,995.63
流通市值(亿元)	4,995.44
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	38.81
近 3 个月换手率(%)	32.17

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《业绩稳健增长，彰显品牌韧性——公司信息更新报告》-2024.9.1
- 《业绩稳健，核心矛盾明显改善——公司信息更新报告》-2024.5.3

● 经营业绩韧性较好，积极开展渠道改革，维持“买入”评级

公司 2024 年实现营收 891.8 亿，同比+7.1%，归母净利 318.5 亿，同比+5.4%。其中 2024Q4 实现营收 212.6 亿，同比+2.5%，归母净利润 69.2 亿，同比-6.2%。2024 年收入符合预期，利润略低于预期。2025Q1 营收 369.4 亿，同比+6.1%，归母净利润 148.6 亿，同比+5.8%。业绩符合预期，我们维持 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2026 年净利润分别为 328.5、349.0、373.2 亿元，同比分别+3.1%、+6.2%、+6.9%，EPS 分别为 8.46、8.99、9.62 元，当前股价对应 PE 分别为 15.2、14.4、13.4 倍，2025 年公司市场积极开展渠道改革，组织成立经销商参股平台，在保证收入的同时对主力产品价格进行托底，同时 1618 等战略产品延续扩张趋势，公司净利率全年看大概率处于承压状态，也是公司在下行周期维护渠道生存空间需要付出的成本，维持“买入”评级。

● 五粮液产品量增较好，其他酒提升产品结构

2024 年五粮液产品收入 678.8 亿，同比+8.1%；其中量/价同比+7.1%/+0.9%。2024 年 1618、交杯、低度等战略性产品市场投入力度很大，为收入增长做了较大贡献，同时普五产品供给相对充足。其他酒产品分别实现收入 152.5 亿，同比+11.8%；量/价同比+0.1%/+11.7%。系列酒产品结构上做了较大提升。

● 销售收现与收入吻合，合同负债维持较高水平

公司 2024Q4+2025Q1 销售收现同比+3.2%至 622.4 亿。跟收入表现较为吻合。2025Q1 末合同负债环比 2024 年末下滑 15.2 亿至 101.7 亿元，仍然维持历史较高水平。五粮液品牌力带来的的渠道稳定性较强。

● 毛利率稳定，销售费用率提升，净利率略有下降

受益结构提升，2024 年公司酒类产品毛利率+0.29pcts 至 82.2%，其中五粮液/其他酒产品毛利率分别+0.38/+0.65pct 至 87.0%/60.8%。2024 年主营税金率/销售费用率/管理费用率/财务费用率分别 -0.43/+2.63/+0.00/-0.02pct 至 14.6%/12.0%/4.0%/0.5%，其中促销费增加幅度较大，主要是公司 2024 年对 1618 等战略产品给与较大的市场投入费用。2024 年公司归母净利率-0.56pct 至 35.7%。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	93,585	99,605	106,221
YOY(%)	12.6	7.1	4.9	6.4	6.6
归母净利润(百万元)	30,211	31,853	32,849	34,898	37,322
YOY(%)	13.2	5.4	3.1	6.2	6.9
毛利率(%)	75.8	77.1	75.9	75.2	75.4
净利率(%)	37.9	37.2	36.7	36.6	36.7
ROE(%)	23.8	24.3	20.1	18.6	17.4
EPS(摊薄/元)	7.78	8.21	8.46	8.99	9.62
P/E(倍)	16.6	15.7	15.2	14.4	13.4
P/B(倍)	3.9	3.8	3.0	2.6	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	147182	165783	192591	228470	247642
现金	115456	127399	151326	186310	203850
应收票据及应收账款	43	48	47	54	54
其他应收款	40	47	44	53	50
预付账款	169	145	185	166	208
存货	17388	18234	21078	21976	23568
其他流动资产	14086	19911	19911	19911	19911
非流动资产	18251	22469	22833	23346	23946
长期投资	2020	2082	2224	2361	2495
固定资产	5192	7265	8258	9073	9691
无形资产	2057	2671	2939	3260	3628
其他非流动资产	8982	10451	9413	8651	8131
资产总计	165433	188252	215424	251816	271588
流动负债	32683	51027	43857	54926	46724
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9597	9493	11574	11499	12909
其他流动负债	23087	41533	32283	43428	33815
非流动负债	400	831	831	831	831
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	400	831	831	831	831
负债合计	33084	51857	44688	55757	47555
少数股东权益	2791	3110	4602	6162	7800
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	122994	126721	146879	169091	194378
归属母公司股东权益	129558	133285	166134	189897	216233
负债和股东权益	165433	188252	215424	251816	271588

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41742	33940	22189	43444	25293
净利润	31521	33193	34341	36458	38961
折旧摊销	590	783	816	957	1029
财务费用	-2473	-2834	-3245	-4068	-4790
投资损失	-58	-75	-81	-77	-73
营运资金变动	9402	541	-9640	10176	-9833
其他经营现金流	2760	2331	-1	-2	-2
投资活动现金流	-2932	-2642	-1099	-1393	-1557
资本支出	2957	2666	1038	1332	1496
长期投资	0	0	-142	-138	-134
其他投资现金流	25	24	81	77	73
筹资活动现金流	-16300	-19622	2836	-7067	-6195
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-16300	-19622	2836	-7067	-6195
现金净增加额	22511	11676	23927	34984	17540

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	83272	89175	93585	99605	106221
营业成本	20157	20461	22581	24731	26161
营业税金及附加	12532	13041	14131	15040	16039
营业费用	7796	10692	10762	11455	12747
管理费用	3319	3555	3556	3785	4036
研发费用	322	405	234	249	266
财务费用	-2473	-2834	-3245	-4068	-4790
资产减值损失	-4	2	0	0	0
其他收益	331	274	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	58	75	81	77	73
资产处置收益	1	-3	0	0	0
营业利润	42004	44200	45645	48488	51833
营业外收入	45	40	50	50	50
营业外支出	136	77	100	100	100
利润总额	41913	44163	45595	48438	51783
所得税	10392	10970	11254	11980	12823
净利润	31521	33193	34341	36458	38961
少数股东损益	1310	1340	1492	1560	1638
归属母公司净利润	30211	31853	32849	34898	37322
EBITDA	39039	41125	42229	44330	46960
EPS(元)	7.78	8.21	8.46	8.99	9.62

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	12.6	7.1	4.9	6.4	6.6
营业利润(%)	13.0	5.2	3.3	6.2	6.9
归属于母公司净利润(%)	13.2	5.4	3.1	6.2	6.9
获利能力					
毛利率(%)	75.8	77.1	75.9	75.2	75.4
净利率(%)	37.9	37.2	36.7	36.6	36.7
ROE(%)	23.8	24.3	20.1	18.6	17.4
ROIC(%)	250.8	732.7	249.3	2838.7	352.2
偿债能力					
资产负债率(%)	20.0	27.5	20.7	22.1	17.5
净负债比率(%)	-87.0	-92.9	-88.5	-94.9	-90.9
流动比率	4.5	3.2	4.4	4.2	5.3
速动比率	4.0	2.9	3.9	3.8	4.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	2126.1	2229.5	2229.5	2229.5	2229.5
应付账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	7.78	8.21	8.46	8.99	9.62
每股经营现金流(最新摊薄)	10.75	8.74	5.72	11.19	6.52
每股净资产(最新摊薄)	33.38	34.34	42.80	48.92	55.71
估值比率					
P/E	16.6	15.7	15.2	14.4	13.4
P/B	3.9	3.8	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	10.0	9.2	8.4	7.2	6.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2/4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn