

2025 年 04 月 28 日

组织集权强化经营，25 年收入目标 5%左右

五粮液(000858)

评级:	买入	股票代码:	000858
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	178.76/106.33
目标价格:		总市值(亿)	5,079.08
最新收盘价:	130.85	自由流通市值(亿)	5,078.89
		自由流通股数(百万)	3,881.46

事件概述

4 月 24 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业总收入 891.75 亿元，同比+7.09%，实现归母净利润 318.53 亿元，同比+5.44%，收入业绩符合市场预期。2025Q1，公司实现营业总收入 369.40 亿元，同比+6.05%，实现归母净利润 148.60 亿元，同比+5.80%，收入业绩略超市场预期。

分析判断：

► Q1 收入业绩略超预期，合同负债环比改善。

2024 年末及 2025Q1 末，公司合同负债分别为 116.90 亿元/101.66 亿元，期末合同负债同比环比均有显著改善，通常来说，合同负债代表白酒公司已预收款尚未发货的部分，一方面反映了经销商的打款积极性，一方面反映了品牌方对发货节奏的把控及市场调节能力，从公司合同负债表现来看，2024 年以来经销商情绪及公司市场把控能力均有所改善。

► 普五控量挺价卓有成效，战术产品贡献增量。

分产品来看，2024 年，公司五粮液产品实现收入 678.75 亿元，同比+8.07%，其他酒产品实现收入 152.51 亿元，同比+11.79%，五粮浓香增速略快于五粮液主品牌。量价拆分来看，2024 年五粮液产品/其他酒产品销量分别同比+7.06%/+0.12%，吨价分别同比+0.94%/+11.65%，五粮液产品增长主要依靠投放量增加，五粮浓香产品更多依靠结构提升带动增长。

五粮液产品中，根据国酒智库公众号，公司针对普五做了控量，因此我们预计普五对销量的贡献较小，也正是得益于控量，在消费承压的背景下，八代普五仍保持了价格基本稳定。2024 年，经过公司大力培育，1618、39° 五粮液消费氛围浓厚，我们预计为销量增长的主要来源，根据酒业家，2024 年五粮液 1618 单品规模已超 50 亿元，且增长势头强劲。此外，公司还焕新上市了 45°、68° 五粮液作为五粮液单品的战术补充，战略发布了经典五粮液系列，上新了金熊猫纪念酒、考古五粮液等文化酒，加快了推出差异化产品的步伐，丰富了五粮液家族产品矩阵。

► 新设三大片区适度集权，市场管理能力提升。

2024 年，公司为深化国企改革，将 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，提升市场应市能力，我们认为此举实质上为一定程度的管理集权，将过去分散到 27 个营销大区各自为政的管理权力向上集中到片区中心，方便总部从片区层面统一管理，减少区域间的不平衡以及后续带来的市场混乱问题，半精细化的组织机制和渠道管理模式，更适合当前阶段的五粮液。为更好体现组织机制调整后的经营成果，公司将报表分区域披露口径调整为东部片区/南部片区/北部片区。

分区域来看，2024 年，公司东部片区/南部片区/北部片区分别实现收入 312.90/393.36/125.01 亿元，同比分别+9.75%/+12.65%/-3.98%，南部片区表现最好，北部片区略显疲软。经销体系方面，2024 年末，公司共有五粮液品牌经销商 2652 家，年内净增 82 家，主要由东部片区贡献新招商，我们推测是 45° 等新品在华东区域招商较多；期末共有五粮浓香品牌经销商 1059 家，年内净增 245 家，系列酒保持较快的招商速度，由此我们推断，高价格系列酒产品新招商是其他酒产品增长更快主要原因之一。

2024 年，公司直销渠道收入继续保持更快增长，同比+12.89%，得益于公司对直营渠道的持续深耕，2024 年公司“三店一家”建设成效显著，新增 138 家专卖店、5 家文化体验店、490 家和美集合店和 2 家大酒家，升级建设第五代专卖店 715 家。截至 2024 年末，公司共有 1786 家专卖店，年内净增 124 家，东部片区贡献一半以上新开专卖店。

► **大力度消费者培育带来销售费用压力，净利率微降，持续加大股东回报。**

2024 年/2025Q1，公司毛利率分别为 77.05%/77.74%，分别同比+1.26pcts/-0.68pct，2024 年毛利率稳步提升，我们认为主要因为 1618 等高价格产品引领增长，叠加系列酒内部结构升级带动。2024 年/2025Q1，公司期间费用率分别同比+2.49pcts/-0.93pct，2024 年费用率上升明显，主要为销售费用率+2.63pcts 导致，从销售费用构成分析，主因是促销费用率增加了 2.69pcts，公司为应对市场变化，加大了渠道建设、团队建设、消费者培育投入力度等，我们推测对 1618 设置大额开瓶红包激励为主要原因之一。综合影响下，2024 年/2025Q1，公司净利率分别为 37.22%/41.60%，分别同比-0.63pct/-0.41pct，盈利能力相对稳定。

2024 年 10 月，公司披露《关于 2024-2026 年度股东回报规划》，承诺 2024-2026 年度公司每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 70%，且分红总额不低于 200 亿元（含税）。2025 年 1 月 22 日，公司实施近 20 年来首次中期现金分红，分红总额 100 亿元，股东回报持续加强。

投资建议

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，我们预计为营业总收入实现 5%左右增长，环比 23-24 年进一步降速，降低市场供给端压力，叠加宏观经济、需求端逐渐企稳，公司供需关系有望实现更健康的平衡状态，经营层有更充足的空间把控市场运作，同时，组织机制调整有望为公司经营注入新的活力。受益于行业集中度提升+供需关系改善，我们认为公司经营面有望改善，且五粮液作为头部品牌，经营面的抗风险能力更强，防御属性强。根据公司经营规划，我们下调 25-26 年盈利预测，同时新增 27 年盈利预测，25-26 年营业总收入由 997/1072 亿元下调至 936/974 亿元，新增 27 年营业总收入 1009 亿元，25-26 年归母净利润由 359/394 亿元下调至 336/352 亿元，新增 27 年归母净利润 371 亿元，25-26 年 EPS 由 9.24/10.15 元下调至 8.65/9.07 元，新增 27 年 EPS 为 9.55 元。2025 年 4 月 28 日收盘价 130.85 元，对应 25-27 年 PE 分别为 15x/14x/14x，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，国企改革不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	93,601	97,351	100,890
YoY (%)	12.6%	7.1%	5.0%	4.0%	3.6%
归母净利润(百万元)	30,211	31,853	33,557	35,209	37,057
YoY (%)	13.2%	5.4%	5.3%	4.9%	5.2%
毛利率 (%)	75.8%	77.1%	78.1%	78.4%	78.4%
每股收益 (元)	7.78	8.21	8.65	9.07	9.55
ROE	23.3%	23.9%	20.1%	17.4%	15.5%
市盈率	16.81	15.95	15.14	14.43	13.71

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：郭辉

邮箱：guohui1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120002

联系电话：

分析师：沈嘉雯

邮箱：shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	89,175	93,601	97,351	100,890	净利润	33,193	35,049	36,734	38,661
YoY (%)	7.1%	5.0%	4.0%	3.6%	折旧和摊销	1,219	280	282	431
营业成本	20,461	20,477	21,053	21,831	营运资金变动	541	-24,180	21,422	-16,582
营业税金及附加	13,041	13,688	14,237	14,754	经营活动现金流	33,940	11,068	58,360	22,428
销售费用	10,692	11,045	11,439	11,804	资本开支	-2,656	-1,404	-1,869	-2,300
管理费用	3,555	3,744	3,845	3,985	投资	0	-57	-51	-56
财务费用	-2,834	-1,911	-2,056	-2,904	投资活动现金流	-2,642	-1,374	-1,840	-2,269
研发费用	405	362	398	420	股权募资	92	0	0	0
资产减值损失	2	-6	-3	-3	债务募资	0	0	0	0
投资收益	75	87	80	87	筹资活动现金流	-19,622	0	0	0
营业利润	44,200	46,576	48,844	51,407	现金净流量	11,676	9,693	56,520	20,159
营业外收支	-37	0	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	44,163	46,576	48,844	51,407	成长能力				
所得税	10,970	11,528	12,111	12,746	营业收入增长率	7.1%	5.0%	4.0%	3.6%
净利润	33,193	35,049	36,734	38,661	净利润增长率	5.4%	5.3%	4.9%	5.2%
归属于母公司净利润	31,853	33,557	35,209	37,057	盈利能力				
YoY (%)	5.4%	5.3%	4.9%	5.2%	毛利率	77.1%	78.1%	78.4%	78.4%
每股收益	8.21	8.65	9.07	9.55	净利率	35.7%	35.9%	36.2%	36.7%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	16.9%	15.8%	13.9%	12.6%
货币资金	127,399	137,092	193,612	213,771	净资产收益率 ROE	23.9%	20.1%	17.4%	15.5%
预付款项	145	157	162	163	偿债能力				
存货	18,234	16,211	19,428	17,799	流动比率	3.25	4.74	5.14	5.73
其他流动资产	20,006	34,946	14,866	35,344	速动比率	2.88	4.32	4.69	5.34
流动资产合计	165,783	188,406	228,069	267,078	现金比率	2.50	3.45	4.37	4.59
长期股权投资	2,082	2,138	2,189	2,245	资产负债率	27.5%	19.1%	17.8%	16.1%
固定资产	7,265	7,742	8,455	9,442	经营效率				
无形资产	2,671	3,376	4,329	5,086	总资产周转率	0.50	0.47	0.42	0.37
非流动资产合计	22,469	23,644	25,279	27,200	每股指标（元）				
资产合计	188,252	212,050	253,348	294,278	每股收益	8.21	8.65	9.07	9.55
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	34.34	42.98	52.05	61.60
应付账款及票据	9,493	7,114	10,197	8,329	每股经营现金流	8.74	2.85	15.04	5.78
其他流动负债	41,533	32,662	34,143	38,280	每股股利	5.75	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	51,027	39,776	44,340	46,609	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	15.95	15.14	14.43	13.71
其他长期负债	831	831	831	831	PB	4.08	3.04	2.51	2.12
非流动负债合计	831	831	831	831					
负债合计	51,857	40,607	45,171	47,440					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882					
少数股东权益	3,110	4,601	6,126	7,730					
股东权益合计	136,395	171,444	208,177	246,838					
负债和股东权益合计	188,252	212,050	253,348	294,278					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。