

五粮液(000858)

报告日期: 2025 年 05 月 05 日

25Q1 业绩略超预期, 关注改革三重抓手

——五粮液 2024&25Q1 业绩点评

投资要点

- 事件: 24 年实现收入 891.75 亿元 (同比+7.09%); 归母净利润 318.53 亿元 (同比+5.44%)。25Q1 实现收入 369.40 亿元 (同比+6.05%); 归母净利润 148.60 亿元 (同比+5.80%)。2024Q4+2025Q1 公司实现营业收入 582.00 亿元 (同比+4.74%); 归母净利润 217.83 亿元 (同比+1.68%)。2024 年业绩符合预期, 25Q1 业绩略超预期。
- 我们认为: 25 年公司深化改革, 依托控量挺价、组建销售公司、搭建平台公司三重抓手, 在理顺量价关系、维持经销商利润、去化库存的同时, 强化面向直销和团购的 C 端为主的网络体系, 促进组织效率提升, 兼顾今年稳健发展和中长期布局, 看好公司 25 年营业总收入与宏观经济指标保持一致的目标达成。
- 发力宴席促进低度和 1618 增长, 分担普五压力实现量价平衡
24 年五粮液产品收入 678.75 亿元 (同比+8.07%), 毛利率 87.02% (同比+0.38pct), 销量/吨价同比变动+7.06%/+0.94%, 销量显著增长或主因发力宴席市场促进低度及 1618 产品放量 (24 年主品牌宴席活动同比增长 30%, 浓香酒宴席活动同比增长 52%), 24 年第八代五粮液产品价格基本稳定, 焕新上市 45 度、68 度五粮液, 战略发布经典五粮液系列。
其他酒产品收入 152.51 亿元 (同比+11.79%), 毛利率 60.81% (同比+0.65pct), 销量/吨价同比变动+0.12%/+11.65%, 其他酒吨价提升主要系五粮液浓香公司持续向中高价位产品聚焦, 低价位产品生产量、销售量减少所致。
- 发力 C 端构建渠道网络体系, 核心终端及专卖店显著增加
24 年经销收入 487.38 亿元 (同比+5.99%), 直销收入 343.89 亿元 (同比+12.89%), 直销占比达 41.37% (同比+1.52pct)。24 年五粮液/五粮浓香经销商数量同比增加 82/245 个, 专卖店数量同比增加 124 个, 单个经销商平均规模同比下降 3.35%。公司进一步淡化传统渠道铺货手段, 转向依托提升直销比例+搭建平台公司推进团购发力 C 端。24 年新增核心终端 1.6 万家, 推动终端网点扩容提质; 直营渠道“三店一家”建设成效明显, 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, 目前专卖店数量超过 1700 家; 新兴渠道内容电商布局全面完成。
24 年东部/南部/北部区域实现收入 312.9/393.36/125.01 亿元, 同比+9.75%/+12.65%/-3.98%, 传统优势市场维持较快增长。24 年公司将 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。此外, 24 年新开发海外市场 20 个。
- 24 年强化渠道建设和消费者培育, 25Q1 现金流及预收款表现亮眼
 - 1) 24 年毛利率为 77.05% (同比+1.26pct), 净利率为 37.22% (同比-0.63pct); 25Q1 毛利率为 77.74% (同比-0.68pct), 净利率为 41.60% (同比-0.41pct)。
 - 2) 24 年销售/管理 (含研发) 费用率为 11.99% (同比+2.63pct) /4.44% (同比+0.07pct); 25Q1 销售/管理 (含研发) 费用率为 6.52% (同比-1.02pct) /3.10% (同比-0.19pct), 24 年销售费用率提升主因促销费同比增长 48.90%至 67.60 亿元, 主要系 24 年加大了渠道建设、团队建设、消费者培育投入力度。
 - 3) 24 年经营性现金流 339.40 亿元 (同比-18.69%), 25Q1 经营性现金流 158.49 亿元 (同比+2970.31%), 25Q1 现金流增长主要系本报告期贷款中现金收取比例较高及上年同期基数低 (银行承兑汇票收取比例较高) 综合影响。
 - 4) 24 年合同负债同比增加 48.26 亿元至 116.90 亿元, 25Q1 合同负债同比增加 51.19 亿元至 101.66 亿元。
 - 5) 分红率自 23 年 60%提升至 24 年 70%。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

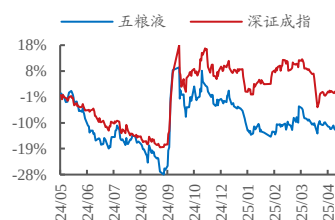
分析师: 张家桢
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
执业证书号: S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 128.70
总市值(百万元)	499,562.95
总股本(百万股)	3,881.61

股票走势图



相关报告

- 《营销执行提升年, 稳价格抓动销》 2024.12.22
- 《分红承诺提振信心, 现金流及预收较优》 2024.11.03
- 《收入利润略超预期, 现金流及预收款表现较优》 2024.09.01

□ 盈利预测及估值

预计 2025-2027 年公司收入增速分别为 5.13%、5.43%、5.21%；归母净利润增速分别为 4.54%、5.39%、5.43%；EPS 分别为 8.58、9.04、9.53 元，对应 PE 分别为 15.00X/14.24X /13.50X。估值具备性价比，维持买入评级。

□ 风险提示

消费疲软；白酒动销恢复不及预期；普五批价上涨不及预期

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	89175	93747	98837	103985
(+/-) (%)	7.09%	5.13%	5.43%	5.21%
归母净利润	31853	33298	35094	37001
(+/-) (%)	5.44%	4.54%	5.39%	5.43%
每股收益(元)	8.21	8.58	9.04	9.53
P/E	15.68	15.00	14.24	13.50

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	165783	169841	183704	198964
现金	127399	129923	145634	158557
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	48	62	69	78
其它应收款	47	44	49	52
预付账款	145	163	171	173
存货	18234	18682	19460	20371
其他	19911	20967	18322	19733
非流动资产	22469	23240	25365	27289
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2082	2029	2044	2052
固定资产	7262	8668	10167	11742
无形资产	2671	3281	4129	4770
在建工程	5793	5474	5198	4757
其他	4661	3788	3827	3968
资产总计	188252	193081	209069	226253
流动负债	51027	41671	43525	47322
短期借款	0	0	0	0
应付款项	9493	9845	10372	10733
预收账款	9	17	16	15
其他	41524	31809	33136	36574
非流动负债	831	501	577	636
长期借款	0	0	0	0
其他	831	501	577	636
负债合计	51857	42172	44102	47959
少数股东权益	3110	4511	5987	7544
归属母公司股东权益	133285	146399	158979	170750
负债和股东权益	188252	193081	209069	226253

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	33940	29859	37932	37004
净利润	33193	34699	36571	38558
折旧摊销	783	682	814	957
财务费用	(2834)	(1905)	(2042)	(2257)
投资损失	(75)	(77)	(80)	(82)
营运资金变动	2128	(3618)	3412	823
其它	744	78	(742)	(995)
投资活动现金流	(2642)	(2252)	(2822)	(2661)
资本支出	(2247)	(1603)	(1861)	(1904)
长期投资	(61)	52	(14)	(8)
其他	(334)	(701)	(947)	(749)
筹资活动现金流	(19622)	(25083)	(19400)	(21420)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(19622)	(25083)	(19400)	(21420)
现金净增加额	11675	2524	15711	12923

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	89175	93747	98837	103985
营业成本	20461	21287	22186	23098
营业税金及附加	13041	13814	14631	15307
营业费用	10692	10593	11366	12270
管理费用	3555	3731	3953	4159
研发费用	405	362	404	433
财务费用	(2834)	(1905)	(2042)	(2257)
资产减值损失	2	(12)	(5)	(6)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	75	77	80	82
其他经营收益	271	279	287	296
营业利润	44200	46204	48696	51341
营业外收支	(37)	(38)	(39)	(40)
利润总额	44163	46166	48657	51301
所得税	10970	11467	12086	12743
净利润	33193	34699	36571	38558
少数股东损益	1340	1401	1477	1557
归属母公司净利润	31853	33298	35094	37001
EBITDA	43036	44943	47428	50001
EPS（最新摊薄）	8.21	8.58	9.04	9.53

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	7.09%	5.13%	5.43%	5.21%
营业利润	5.23%	4.53%	5.39%	5.43%
归属母公司净利润	5.44%	4.54%	5.39%	5.43%
获利能力				
毛利率	77.05%	77.29%	77.55%	77.79%
净利率	37.22%	37.01%	37.00%	37.08%
ROE	23.71%	23.18%	22.22%	21.56%
ROIC	23.68%	22.66%	21.97%	21.52%
偿债能力				
资产负债率	27.55%	21.84%	21.09%	21.20%
净负债比率	0.79%	0.63%	0.52%	0.63%
流动比率	3.25	4.08	4.22	4.20
速动比率	2.89	3.63	3.77	3.77
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.49	0.49	0.48
应收账款周转率	2229.55	2300.14	2187.63	2230.52
应付账款周转率	2.28	2.34	2.36	2.34
每股指标(元)				
每股收益	8.21	8.58	9.04	9.53
每股经营现金	8.74	7.69	9.77	9.53
每股净资产	34.34	37.72	40.96	43.99
估值比率				
P/E	15.68	15.00	14.24	13.50
P/B	3.75	3.41	3.14	2.93
EV/EBITDA	9.76	8.33	7.60	6.98

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>