

2025 年 05 月 07 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Q1 略超预期，期待渠道改革成效

—五粮液（000858.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

 sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

✉ xiaovn@cfsc.com.cn

2025 年 4 月 25 日，五粮液发布 2024 年年报及 2025 年一季报。

投资要点

基本数据

2025-05-06

当前股价（元）	129.49
总市值（亿元）	5026
总股本（百万股）	3882
流通股本（百万股）	3881
52 周价格范围（元）	107.69–164.05
日均成交额（百万元）	2933.66

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《五粮液（000858）：营销执行提升年，稳定压倒一切》 2024-12-19
- 2、《五粮液（000858）：浓香龙头迎复兴，酒业大王向前看》 2024-12-06
- 3、《五粮液（000858）：发布中期利润方案，提高股东长期回报》 2024-11-29

■ Q1 业绩略超预期，销售回款表现较好

全年圆满收官，Q1 业绩略超预期。2024 年总营收/归母净利润分别为 891.75/318.53 亿元，分别同比+7%/+5%；2024Q4 分别为 212.60/69.22 亿元，分别同比+3%/-6%；2025Q1 分别为 369.40/148.60 亿元，分别同比+6%/+6%。全年毛利率同比提升，净利率同比略降。2024 年毛利率/净利率分别为 77%/37%，分别同比+1.3/-0.6pcts；2025Q1 毛利率/净利率分别为 78%/42%，分别同比-0.7/-0.4pcts。销售费用投放力度加大，管理费用率基本持平。2024 年销售/管理费用率分别为 12%/4%，分别同比+2.6pcts/持平；2025Q1 销售/管理费用率分别为 7%/3%，分别同比-1.0/-0.2pcts。Q1 经营净现金流水平高增，销售回款表现较好。2024 年经营净现金流/销售回款分别为 339.40/1018.69 亿元，分别同比-19%/-3%；2025Q1 经营净现金流/销售回款分别为 158.49/382.34 亿元，分别同比+2970%/+76%，主要系今年贷款中现金收取比例较高及同期基数较低所致。截至 2025Q1 末，公司合同负债 101.66 亿元（环比-15.24 亿元）。

主品牌多产品线发展，其他酒产品打造大单品

2024 年公司酒类收入 831.27 亿元，同增 8.74%；其中，2024 年五粮液产品/其他酒产品收入分别为 678.75/152.51 亿元，分别同增 8.07%/11.79%。**五粮液产品方面**，销量增长拉动整体收入增长，均价同比小幅提升。2024 年毛利率同比+0.38pcts 至 87.02%，销量/均价分别同比+7.06%/+0.94%。2024 年第八代五粮液产品价格基本稳定，同时 45 度、68 度五粮液焕新上市，经典五粮液产品系列战略发布，扩充产品矩阵。**其他酒产品方面**，均价增长为营收增长主要拉动力，2024 年毛利率同比+0.65pcts 至 60.81%，销量/均价分别同比+0.12%/+11.65%，公司集中打造五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄大单品，加快布局 1218 次高端单品。

■ 东部与南部增长稳健，北部盈利能力提升

分地区看，2024 年东部/南部/北部片区营收分别为 312.90/393.36/125.01 亿元，分别同比+9.75%/+12.65%/-3.98%；毛利率分别为 85.97%/77.47%/84.96%，分别同比+0.76/-2.41/+5.29pcts，东部与南部地区收入同比增长稳健。截至 2024 年年末，五粮液/五粮浓香经销商数量分别为 2652/1059 名，分别同比增加 82/245 名。2024 年新增核心终端 1.6 万家，直营渠道“三店一家”建设成效明显，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。

盈利预测

我们看好公司维护价格体系决心，渠道信心恢复中，加速公司品牌价值回归。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 8.67/9.26/10.00 元，当前股价对应 PE 分别为 15/14/13 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、旺季增长不及预期、批价上行不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	89,175	93,677	99,551	106,549
增长率（%）	7.1%	5.0%	6.3%	7.0%
归母净利润（百万元）	31,853	33,653	35,936	38,799
增长率（%）	5.4%	5.7%	6.8%	8.0%
摊薄每股收益（元）	8.21	8.67	9.26	10.00
ROE（%）	23.4%	21.6%	20.3%	19.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	127,399	148,078	169,769	193,334
应收款	95	128	191	263
存货	18,234	17,628	17,777	17,845
其他流动资产	20,056	15,925	15,928	15,982
流动资产合计	165,783	181,759	203,664	227,425
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	7,262	10,253	10,960	10,786
在建工程	5,793	2,317	927	371
无形资产	2,671	2,538	2,404	2,277
长期股权投资	2,082	2,132	2,172	2,202
其他非流动资产	4,661	4,661	4,661	4,661
非流动资产合计	22,469	21,901	21,124	20,297
资产总计	188,252	203,661	224,789	247,721
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	9,493	9,793	9,934	10,038
其他流动负债	29,844	29,844	29,844	29,844
流动负债合计	51,027	46,823	46,869	46,888
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	831	831	831	831
非流动负债合计	831	831	831	831
负债合计	51,857	47,654	47,700	47,719
所有者权益				
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
股东权益	136,395	156,006	177,089	200,003
负债和所有者权益	188,252	203,661	224,789	247,721

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	33193	35092	37433	40373
少数股东权益	1340	1439	1497	1575
折旧摊销	710	618	810	851
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-1304	499	-168	-176
经营活动现金净流量	33940	37648	39573	42623
投资活动现金净流量	-2642	434	644	701
筹资活动现金净流量	-10619	-15481	-16351	-17459
现金流量净额	20,679	22,602	23,865	25,864

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	89,175	93,677	99,551	106,549
营业成本	20,461	21,788	23,235	24,728
营业税金及附加	13,041	13,958	14,933	15,982
销售费用	10,692	11,429	11,946	12,786
管理费用	3,555	3,747	4,181	4,582
财务费用	-2,834	-4,146	-4,754	-5,413
研发费用	405	426	452	484
费用合计	11,819	11,455	11,826	12,438
资产减值损失	2	-3	-2	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	75	45	40	30
营业利润	44,200	46,668	49,696	53,510
加：营业外收入	40	35	30	25
减：营业外支出	77	100	80	60
利润总额	44,163	46,603	49,646	53,475
所得税费用	10,970	11,511	12,213	13,101
净利润	33,193	35,092	37,433	40,373
少数股东损益	1,340	1,439	1,497	1,575
归母净利润	31,853	33,653	35,936	38,799

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	7.1%	5.0%	6.3%	7.0%
归母净利润增长率	5.4%	5.7%	6.8%	8.0%
盈利能力				
毛利率	77.1%	76.7%	76.7%	76.8%
四项费用/营收	13.3%	12.2%	11.9%	11.7%
净利率	37.2%	37.5%	37.6%	37.9%
ROE	23.4%	21.6%	20.3%	19.4%
偿债能力				
资产负债率	27.5%	23.4%	21.2%	19.3%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	939.6	730.0	521.4	405.6
存货周转率	1.1	2.0	2.1	2.3
每股数据(元/股)				
EPS	8.21	8.67	9.26	10.00
P/E	15.8	14.9	14.0	13.0
P/S	5.6	5.4	5.0	4.7
P/B	3.8	3.3	2.9	2.6

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。