

## 深化改革，稳步见效

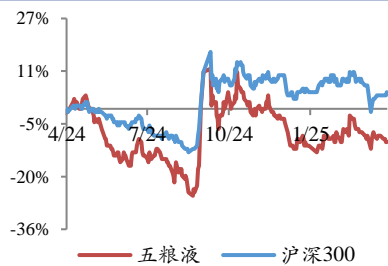
——五粮液 24 年报&25Q1 点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-27

收盘价(元)	129.05
近 12 个月最高/最低(元)	175.22/104.23
总股本(百万股)	3,882
流通股本(百万股)	3,881
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	5,009
流通市值(亿元)	5,009

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：[dengxin@hazq.com](mailto:dengxin@hazq.com)

### 联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

### 主要观点：

#### ➤ 公司发布 2024 年报和 25Q1 季报：

- **25Q1**：营收 369.40 亿元（+6.05%），归母净利润 148.60 亿元（+5.80%），扣非归母净利润 148.61 亿元（+5.86%）。
- **24Q4**：营收 212.60 亿（+2.53%），归母净利润 69.22 亿（-6.17%），扣非归母净利润 69.09 亿（-6.31%）。
- **24 年**：营收 891.75 亿元（+7.09%），归母净利润 318.53 亿元（+5.44%），扣非归母净利润 317.42 亿元（+5.40%）。
- **25Q1 及 24Q4 表现符合市场预期。**

#### ● 收入：普五控货挺价延续，1618/低度高增

- **25Q1**：产品端，普五在春节停货挺价+降低配额下，传统经销渠道打款/发货进度预计均慢于去年同期，我们预计经销渠道同比双位数下滑，但库存回落至历年较低水平，有助于公司后续平台销售公司等营销改革措施推进；1618/低度消费氛围日益强化，叠加公司费用投入持续，预计同比延续高增趋势，贡献主要营收增量。
- **24 年**：产品端，五粮液/系列酒营收分别同比增长 8.1%/11.8%。其中，五粮液销量/吨价分别同比增长 7.1%/0.9%，量增引领。销量端，1618/低度放量对冲普五控量影响；价格端，普五出厂价从 969 元/瓶提升至 1019 元/瓶贡献主要价增。系列酒销量/吨价分别同比增长 0.1%/11.7%，价增引领，公司持续聚焦高价位产品实现结构升级。分渠道，24 年经销/直营营收分别同比增长 6.0%/12.9%，直营渠道占比白酒营收同比提升 1.5pct 至 41.4%，公司通过将 27 个营销大区整合为华北/华南/华东三大片区，建立总部-区域中心-终端的垂类管理体系，持续加强渠道掌握能力。

#### ● 盈利：费用管控优化对冲毛利率影响

- **25Q1**：公司毛利率同比下降 0.7pct 至 77.7%，预计主因普五停货导致产品结构略有下移。同期，公司销售/管理/研发/财务费率各同比 -1.01/-0.23/+0.04/+0.29pct，整体费用管控表现突出，对冲毛利率下滑效果明显。综上，公司归母净利率同比下降 0.09pct 至 40.2%，整体盈利能力稳定。
- **24 年**：全年公司毛利率同比提升 1.3pct 至 77.1%，预计主因普五出厂价提升+系列酒聚焦高价产品，五粮液/系列酒毛利率分别同比提升 0.38/0.65pct。同期，公司销售/管理/研发/财务费率各同比 +2.63/持平/+0.06/-0.21pct，销售费率上升主因公司加强费用补贴支持力度。综上，公司归母净利率同比 -0.6pct 至 35.7%。

#### ● 报表质量：实现高质量经营

- 25Q1 公司“营收+△合同负债”同比增长 7.3%；去除季度影响后，25Q1+24Q4 合计销售收现同比+3.2%，均与营收增速匹配，公司高质量完成经营目标。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

展望 25 年，公司营销改革深化，管理团队紧贴一线市场以提升决策效率，平台销售公司+传统渠道配额调整+严格把握发货节奏带动公司对普五批价掌握程度持续提升，1618/低度消费氛围日益强化，分摊营收增长压力。

**盈利预测：**考虑到行业景气度恢复较慢以及公司营销改革进度，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 935.6/999.5/1078.0 亿元（25-26 年原值 974.1/1061.7 亿元），分别同比增长 4.9%/6.8%/7.9%；实现归母净利润 333.7/356.2/385.8 亿元（25-26 年原值 356.1/391.7 亿元），分别同比增长 4.8%/6.7%/8.3%；当前股价对应 PE 分别为 15/14/13 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险提示：

营销改革进度不及预期，行业景气度恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	89175	93560	99947	107803
收入同比（%）	7.1%	4.9%	6.8%	7.9%
归属母公司净利润	31853	33369	35616	38583
净利润同比（%）	5.4%	4.8%	6.7%	8.3%
毛利率（%）	77.1%	76.8%	76.7%	76.8%
ROE（%）	23.9%	22.0%	21.0%	20.6%
每股收益（元）	8.21	8.60	9.18	9.94
P/E	17.07	15.01	14.06	12.98
P/B	4.08	3.30	2.95	2.67
EV/EBITDA	9.81	8.34	7.36	6.37

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 25 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	165783	176200	200204	224946	<b>营业收入</b>	89175	93560	99947	107803
现金	127399	138373	159992	182658	营业成本	20461	21708	23245	25052
应收账款	37	41	43	47	营业税金及附加	13041	13566	14492	15631
其他应收款	47	57	54	65	销售费用	10692	11227	11994	12936
预付账款	145	217	232	251	管理费用	3555	3789	4048	4366
存货	18234	17947	19503	19467	财务费用	-2834	-3044	-3307	-3826
其他流动资产	19921	19566	20380	22458	资产减值损失	2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	22469	24599	25028	25433	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2082	2082	2082	2082	投资净收益	75	79	84	91
固定资产	7265	7620	7907	8131	<b>营业利润</b>	44200	46252	49360	53465
无形资产	2671	3381	4078	4760	营业外收入	40	45	45	45
其他非流动资产	10451	11516	10961	10459	营业外支出	77	136	136	136
<b>资产总计</b>	188252	200799	225231	250379	<b>利润总额</b>	44163	46161	49269	53374
<b>流动负债</b>	51027	43830	48731	54244	所得税	10970	11402	12169	13183
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	33193	34759	37100	40190
应付账款	9077	9014	10357	10520	少数股东损益	1340	1390	1484	1608
其他流动负债	41950	34816	38375	43724	<b>归属母公司净利润</b>	31853	33369	35616	38583
<b>非流动负债</b>	831	831	831	831	EBITDA	42518	43585	46447	50051
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	8.21	8.60	9.18	9.94
其他非流动负债	831	831	831	831					
<b>负债合计</b>	51857	44661	49562	55075	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	3110	4500	5984	7591	<b>会计年度</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
股本	3882	3882	3882	3882	<b>成长能力</b>				
资本公积	2683	2683	2683	2683	营业收入	7.1%	4.9%	6.8%	7.9%
留存收益	126721	145074	163121	181148	营业利润	5.2%	4.6%	6.7%	8.3%
归属母公司股东权	133285	151638	169685	187713	归属于母公司净利	5.4%	4.8%	6.7%	8.3%
<b>负债和股东权益</b>	188252	200799	225231	250379	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	77.1%	76.8%	76.7%	76.8%
					净利率 (%)	35.7%	35.7%	35.6%	35.8%
					ROE (%)	23.9%	22.0%	21.0%	20.6%
					ROIC (%)	22.6%	20.7%	19.6%	19.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	27.5%	22.2%	22.0%	22.0%
					净负债比率 (%)	38.0%	28.6%	28.2%	28.2%
					流动比率	3.25	4.02	4.11	4.15
					速动比率	2.88	3.60	3.70	3.78
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.50	0.48	0.47	0.45
					应收账款周转率	2229.55	2400.00	2400.00	2400.00
					应付账款周转率	2.28	2.40	2.40	2.40
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	8.21	8.60	9.18	9.94
					每股经营现金流 (摊)	8.74	7.37	10.33	11.37
					每股净资产	34.34	39.07	43.72	48.36
					<b>估值比率</b>				
					P/E	17.07	15.01	14.06	12.98
					P/B	4.08	3.30	2.95	2.67
					EV/EBITDA	9.81	8.34	7.36	6.37

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**联系人：**郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。