

## 控货挺价已见成效，品牌地位持续巩固

——五粮液 2024 年年报 2025 年一季报点评

公司点评

### ● 白酒深度调整期，公司 2024 年营收增速未达目标：

公司 2024 年年报，实现营收 891.75 亿元/+7.09%；归母净利润 318.53 亿元/+5.44%。公司毛利率 77.05%，同比提高 1.26pct。两费方面，销售费用率 11.99%，同升 2.63pct；管理费用率 4.44%，同升 0.07pct。净利率 37.22%，同升-0.63pct。2024 年白酒产业深度调整期，行业承压运行，公司营收未能实现年初两位数增长目标。2025 年白酒行业仍处于调整修复期，公司 2025 年力争主要经营指标与宏观经济指标保持一致。

2025Q1 公司实现营业收入 369.40 亿元/+6.05%；实现归母净利润 148.60 亿元/+5.80%。现金流大幅提升 2970%，主要系贷款现金收取比例优化及上年同期票据结算基数较低所致。公司毛利率 77.74%，同比提高-0.68pct。两费方面，销售费用率 6.52%，同升-1.02pct；管理费用率 2.83%，同升-0.19pct。净利率 41.60%，同升-0.41pct。

### ● 控货挺价已见成效，品牌地位持续巩固

元旦春节期间，公司对第八代五粮液实施了精细化的市场投放策略，从实施成效来看，主要呈现几个亮点。一是市场价格持续提升。二是产品动销整体平稳。线下基本稳定，线上增长良好，其中五粮液官方旗舰店销售额同比增长 30%；京东、天猫等电商平台销售额同比增长 21%。三是社会库存处于低位。春节后经销商库存、终端商库存等流通环节库存基本消化，部分社会终端“零库存”运行。四是品牌地位持续巩固。从千元价位段品牌表现来看，基本拉开与竞品在千元价位段的价差距离。

### ● 加强新品研发和推广，年轻消费群体培养效果显现

2024 年五粮液产品实现营收 678.75 亿元/+8.07%，毛利率 87.02%/+0.38%，公司在高端市场的竞争力持续增强。其他酒产品实现营业收入 152.51 亿元/+11.79%，毛利率为 60.81%/+0.65%，中高端产品比例持续提升，特别是千元价位段的紫气东来五粮液和 39 度五粮液，成功吸引了年轻消费群体，市场教育和高端化推广取得显著成效。公司产品的主要消费者人群为 30 岁-60 岁的中产人群，主要消费场景为商务、社交、礼赠、收藏及宴席等。公司继续紧紧围绕五粮液主品牌“1+3”产品体系推出新品，完成了 7 个自营产品系列，15 款新产品的开发封样工作，不断完善产品矩阵，为消费者提供多元、优质、贴心的购买选择和服务。

未来公司将根据市场情况，加快年轻化产品的渠道建设、产品推广和消费者培育等工作，同时为满足年轻消费人群个性化、差异化的消费需求，将逐步推出新的低度产品。

### ● 强化品牌管理，实施绩效改革，择优择优投资

为深化国企改革，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，提升市场应变能力。2025 年，公司持续聚焦“营销执行提升年”，强化“品牌活动-市场动销”联动机制，将传播势能转化为销售动能，以品牌提升赋能企业高质量发展。生产系统全面实施薪酬绩效改革，营销系统稳步推进全员绩效考核；深入开展“双增双节”。

## 强烈推荐（维持评级）

陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

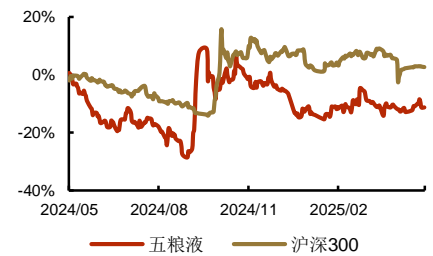
证书编号：S0280515080002

市场数据

时间 2025/05/19

收盘价(元):	129.30
一年最低/最高(元):	123.8/142.96
总股本(亿股):	12.56
总市值(亿元):	5018.92
流通股本(亿股):	38.81
流通市值(亿元):	5018.73
近 3 月换手率:	20.65

### 股价一年走势



### 相关报告

《营收增速压力大，全力促动销提振终端消费需求》2024-11-13

《量价均衡策略奏效，需求侧将迎新常态》2020-08-30

《普五批价提升目标积极，尖庄等系列酒短板将逐步补齐》2020-05-31

《机制改革内化为长期竞争优势，季报业绩略超市场预期》2020-04-28

《单季业绩略超预期，机制建设日臻完善》2019-10-31



白酒行业的集中度相对较低，随着国内行业集中度进一步提升，公司会考虑在合适的时机对合适的行业优质资源进行整合，助力公司高质量发展。

#### ● 保持高分红提升企业吸引力：

资本市场管理再发力，公司制定发布《关于 2024-2026 年度股东回报规划》，每年度现金分红比例不低于 70%、分红总额不低于 200 亿元。2024 年公司实施了 2023 年度利润分配方案，派发现金 181.52 亿元，实施了 2024 年 100 亿元中期现金分红。2024 年度，公司再次提出利润分配方案，共计派发现金 123.01 亿元。该方案已获董事会审议通过，待股东大会批准后实施。

#### ● 盈利预测及投资建议：

我们预计公司 25/26/27 年实现营收分别为 937.44/994.96/106.40 亿元，同比增速 5.1%/6.1%/6.9%，净利润分别为 333.68/357.91/385.97 亿元，对应 EPS 分别为 8.60/9.22 /9.94 元。当前股价对应 PE 分别为 15.0/14.0/13.0 倍，公司当前 PE15.4 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

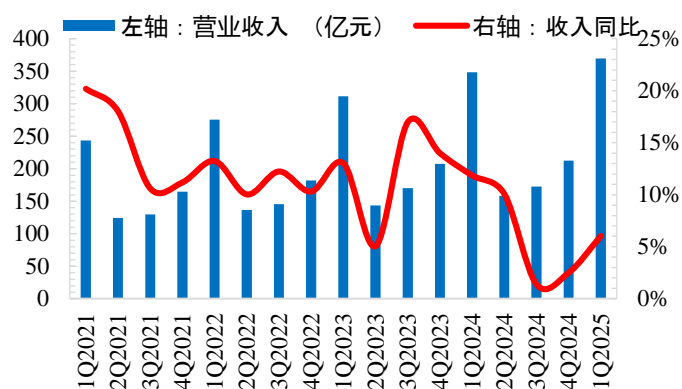
● **风险提示：**消费信心不足，商务消费低迷高端白酒增速放缓，公司千元价格带竞争加剧企业经营成本费用增加，财税政策改革，食品安全风险等。

#### 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	93,744	99,496	106,400
增长率(%)	12.6	7.1	5.1	6.1	6.9
净利润(百万元)	30,211	31,853	33,368	35,791	38,597
增长率(%)	13.2	5.4	4.8	7.3	7.8
毛利率(%)	75.8	77.1	77.1	77.1	77.2
净利率(%)	36.3	35.7	35.6	36.0	36.3
ROE(%)	23.8	24.3	21.9	20.6	19.5
EPS(摊薄/元)	7.78	8.21	8.60	9.22	9.94
P/E(倍)	16.6	15.8	15.0	14.0	13.0
P/B(倍)	3.9	3.8	3.3	2.9	2.5

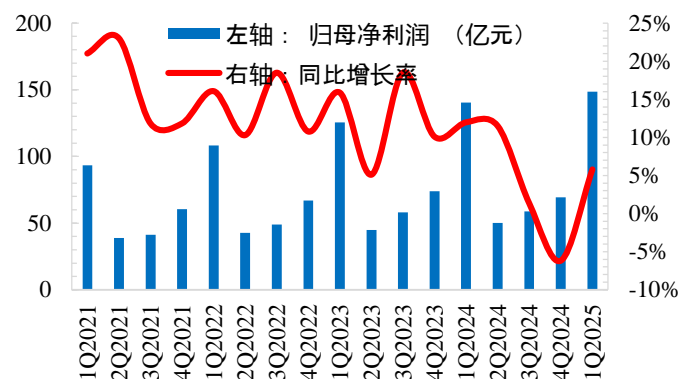
资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 5 月 19 日

**图1： 2021Q1-2025Q1 单季营业收入及其同比，2025Q1 营收增速 6.05% 同比明显收窄**



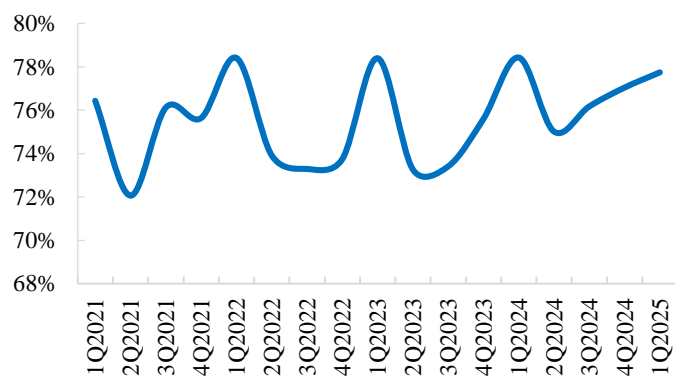
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图2： 2021Q1-2025Q1 四季度归母净利润及其同比，2025Q1 归母净利润增速同比收窄**



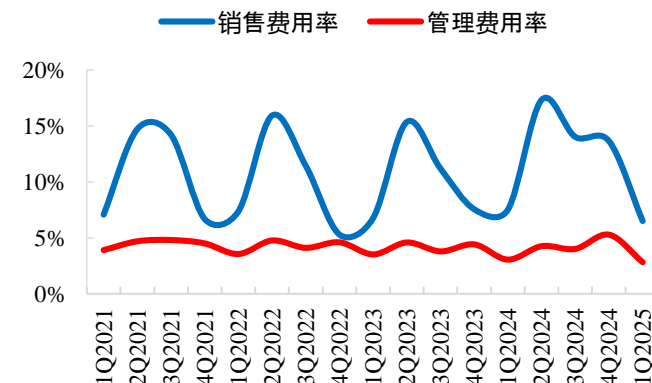
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图3： 2021Q1-2025Q1 单季毛利率，产品结构优化 2024 年毛利率提升**



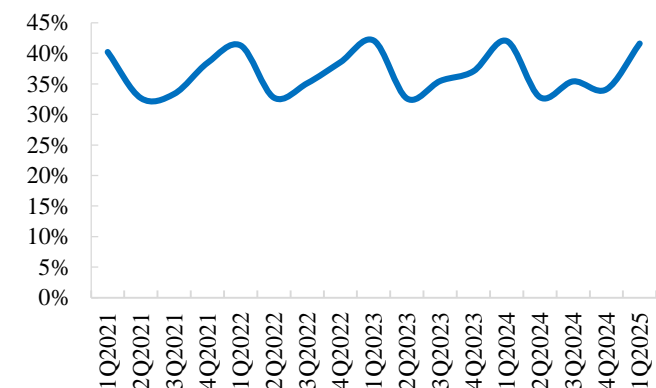
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图4： 2021Q1-2025Q1 单季销售费用率和管理费用率，2024 年销售费率提升**



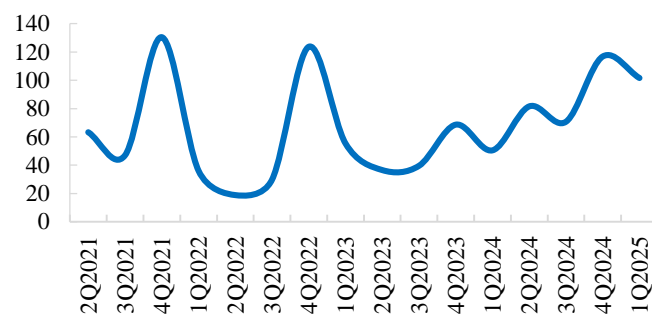
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图5： 2021Q1-2025Q1 单季净利率，同比略降**



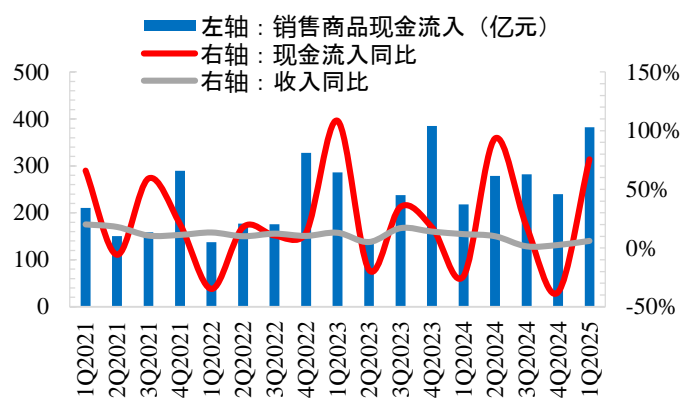
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图6： 2021Q1-2025Q1 公司合同负债(亿元)，下游经销商拿货稳健**



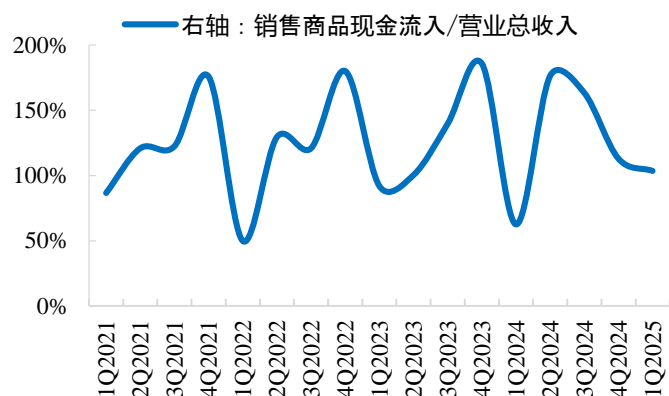
资料来源：wind，诚通证券研究所

图7： 2021Q1-2025Q1 单季销售商品现金流入稳健



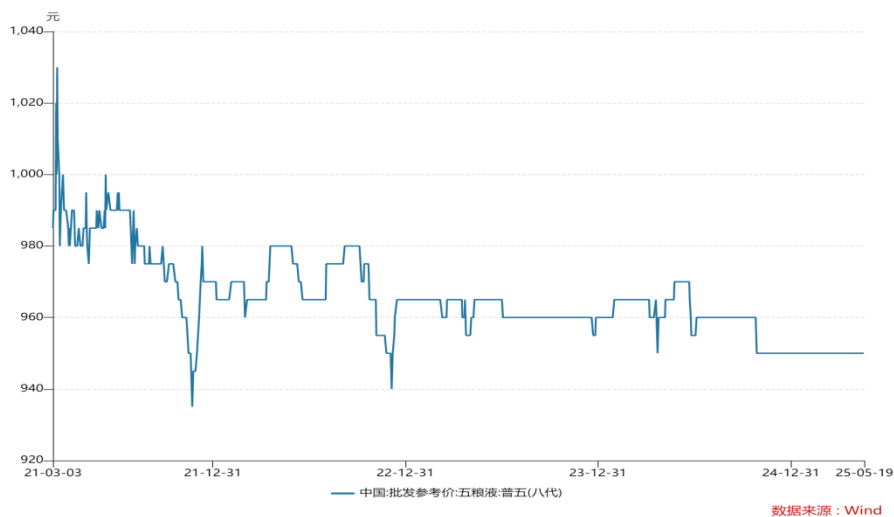
资料来源：wind，诚通证券研究所

图8： 2021Q1-2025Q1 单季销售商品现金流入/营业总收入，现金流稳健



资料来源：wind，诚通证券研究所

图9： 五粮液普五（八代）一批价



资料来源：Wind 资讯，诚通证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>147182</b>	<b>165783</b>	<b>176943</b>	<b>212505</b>	<b>226245</b>
现金	115456	127399	137655	171918	184334
应收票据及应收账款合计	43	48	0	0	0
其他应收款	40	47	44	53	51
预付账款	169	145	186	165	210
存货	17388	18234	19147	20458	21739
其他流动资产	14086	19911	19911	19911	19911
<b>非流动资产</b>	<b>18251</b>	<b>22469</b>	<b>22847</b>	<b>23317</b>	<b>23955</b>
长期投资	2020	2082	2218	2349	2483
固定资产	5190	7265	8272	9064	9705
无形资产	2057	2671	2939	3260	3628
其他非流动资产	8984	10451	9419	8644	8139
<b>资产总计</b>	<b>165433</b>	<b>188252</b>	<b>199790</b>	<b>235822</b>	<b>250200</b>
<b>流动负债</b>	<b>32683</b>	<b>51027</b>	<b>40014</b>	<b>53740</b>	<b>43006</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	9597	9493	8919	11247	10317
其他流动负债	23087	41533	31094	42493	32689
<b>非流动负债</b>	<b>400</b>	<b>831</b>	<b>831</b>	<b>831</b>	<b>831</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	400	831	831	831	831
<b>负债合计</b>	<b>33084</b>	<b>51857</b>	<b>40845</b>	<b>54571</b>	<b>43837</b>
少数股东权益	2791	3110	4593	6143	7813
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	122994	126721	137176	148379	160459
归属母公司股东权益	129558	133285	154352	175108	198550
<b>负债和股东权益</b>	<b>165433</b>	<b>188252</b>	<b>199790</b>	<b>235822</b>	<b>250200</b>

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>41742</b>	<b>33940</b>	<b>21148</b>	<b>47117</b>	<b>25002</b>
净利润	31521	33193	34851	37341	40267
折旧摊销	590	783	816	957	1029
财务费用	-2473	-2834	-2937	-3541	-4164
投资损失	-58	-75	-75	-69	-73
营运资金变动	9402	541	-11508	12428	-12059
其他经营现金流	2760	2331	-0	1	1
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2932</b>	<b>-2642</b>	<b>-1119</b>	<b>-1358</b>	<b>-1596</b>
资本支出	2957	2666	242	339	504
长期投资	0	0	-136	-134	-134
其他投资现金流	25	24	-1013	-1153	-1226
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-16300</b>	<b>-19622</b>	<b>-9773</b>	<b>-11495</b>	<b>-10990</b>
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	-9773	-11495	-10990
<b>现金净增加额</b>	<b>22511</b>	<b>11676</b>	<b>10256</b>	<b>34263</b>	<b>12416</b>

资料来源：公司公告、诚通证券研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>83272</b>	<b>89175</b>	<b>93744</b>	<b>99496</b>	<b>106400</b>
营业成本	20157	20461	21472	22750	24238
营业税金及附加	12532	13041	13709	14550	15560
营业费用	7796	10692	11240	11930	12758
管理费用	3319	3555	3737	3967	4242
研发费用	322	405	426	452	483
财务费用	-2473	-2834	-2937	-3541	-4164
资产减值损失	-4	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	331	274	264	290	276
投资净收益	58	75	75	69	73
<b>营业利润</b>	<b>42004</b>	<b>44200</b>	<b>46435</b>	<b>49747</b>	<b>53631</b>
营业外收入	45	40	41	42	41
营业外支出	136	77	108	107	97
<b>利润总额</b>	<b>41913</b>	<b>44163</b>	<b>46369</b>	<b>49682</b>	<b>53575</b>
所得税	10392	10970	11518	12341	13308
<b>净利润</b>	<b>31521</b>	<b>33193</b>	<b>34851</b>	<b>37341</b>	<b>40267</b>
少数股东损益	1310	1340	1484	1550	1670
<b>归属母公司净利润</b>	<b>30211</b>	<b>31853</b>	<b>33368</b>	<b>35791</b>	<b>38597</b>
EBITDA	39039	41125	43209	45995	49261
EPS (元)	7.78	8.21	8.60	9.22	9.94

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.6	7.1	5.1	6.1	6.9
营业利润(%)	13.0	5.2	5.1	7.1	7.8
归属于母公司净利润(%)	13.2	5.4	4.8	7.3	7.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	75.8	77.1	77.1	77.1	77.2
净利率(%)	36.3	35.7	35.6	36.0	36.3
ROE(%)	23.8	24.3	21.9	20.6	19.5
ROIC(%)	251.2	811.9	227.6	9345.1	322.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.0	27.5	20.4	23.1	17.5
净负债比率(%)	-86.9	-92.6	-86.2	-94.5	-89.0
流动比率	4.5	3.2	4.4	4.0	5.3
速动比率	3.5	2.5	3.4	3.2	4.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	840.1	1975.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.3	2.1	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	7.78	8.21	8.60	9.22	9.94
每股经营现金流(最新摊薄)	10.35	10.66	5.45	12.14	6.44
每股净资产(最新摊薄)	33.38	34.34	39.77	45.11	51.15
<b>估值比率</b>					
P/E	16.6	15.8	15.0	14.0	13.0
P/B	3.9	3.8	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	10.0	9.2	8.6	7.3	6.6

## 特别声明

根据《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）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），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。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 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并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均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。

## 投资评级说明

### 诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20% 以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5% 以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 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。

## 免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

## 联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>