



五粮液 (000858.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，渠道改革持续推进

业绩简评

2025年8月27日，公司披露25年半年报，期内实现营收527.7亿元，同比+4.2%；归母净利194.9亿元，同比+2.3%。其中，25Q2实现营收158.3亿元，同比+0.1%；归母净利46.3亿元，同比-7.6%。

经营分析

产品结构方面，主品牌持续优化“1+3”架构，八代普五份额稳定，1618、39度五粮液开瓶量&宴席场次稳定增长，浓香系列酒适应消费趋势、中低价位酒明显放量。25H1五粮液/其他酒分别实现营收410.0/81.2亿元，同比分别+4.6%/+2.7%，其中销量分别+12.7%/+58.8%，吨价分别-7.2%/-35.3%，毛利率分别-0.2pct/-1.5pct至86.5%/60.7%。

拆分渠道及区域结构：1) 25H1经销/直销收入分别为279.2/211.9亿元，同比+1.2%/+8.6%，毛利率分别-1.0pct/+0.1pct至78.7%/86.8%。2) 期内公司将原27个大区整合为三大片区，形成“总部-区域中心-终端”的垂直管控体系。25H1东部/南部/北部片区分别实现营收201.1/218.9/71.2亿元，同比分别+7.9%/+1.9%/+1.8%；25Q1末五粮液经销商数量分别为616/1067/827家，较上年同期变化不大。

拆分报表结构：25Q2归母净利率同比-2.4pct至29.3%，其中毛利率同比-0.3pct，销售费用率+1.5pct，营业税金及附加占比+0.8pct。3) 25Q2末合同负债余额100.8亿元，环比-0.9亿元，考虑△合同负债后25Q2营收同比-16.8%；25Q2销售收现312.3亿元、同比+12%，对应25Q2末应收款项融资余额38.9亿元，同比-156.9亿元，期内现金回款比例相对较高、回款质量提升。

公司渠道改革持续推进，期内新增进销存、开发企业型客户60家，持续推进“三店一家”建设、新增242家，在20个核心城市实行终端直配；同时抢抓宴席消费场景，25H1宴席场数&开瓶扫码同比均保持两位数增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计25-27年收入分别+0.3%/+4.2%/+5.5%，归母净利分别-3.3%/+4.8%/+6.8%，EPS分别为7.94/8.32/8.88元，公司股票现价对应PE估值分别为16.0/15.2/14.3倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期；行业政策风险；食品安全风险；渠道改革不及预期。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：126.62元

相关报告：

- 《五粮液公司点评：业绩高质兑现，关注营销改革破局成效》，2025.4.26
- 《五粮液公司点评：定调营销执行提升年，协同固基共增长》，2024.12.19
- 《五粮液公司点评：业绩符合预期，分红规划提至70%》，2024.10.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	89,441	93,226	98,347
营业收入增长率	12.6%	7.1%	0.3%	4.2%	5.5%
归母净利润(百万元)	30,211	31,853	30,811	32,278	34,484
归母净利润增长率	13.2%	5.4%	-3.3%	4.8%	6.8%
摊薄每股收益(元)	7.78	8.21	7.94	8.32	8.88
每股经营性现金流净额	10.75	8.74	12.98	9.32	10.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.3%	23.9%	21.6%	21.2%	21.2%
P/E	18.0	17.1	16.0	15.2	14.3
P/B	4.2	4.1	3.4	3.2	3.0

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	73,969	83,272	89,175	89,441	93,226	98,347	货币资金	92,358	115,456	127,399	154,129	165,534	178,153
增长率	12.6%	7.1%	7.1%	0.3%	4.2%	5.5%	应收款项	29,091	14,169	19,661	4,643	4,840	5,106
主营业务成本	-18,178	-20,157	-20,461	-20,807	-21,592	-22,416	存货	15,981	17,388	18,234	19,382	20,409	21,495
%销售收入	24.6%	24.2%	22.9%	23.3%	23.2%	22.8%	其他流动资产	136	169	489	504	510	517
毛利	55,790	63,115	68,714	68,635	71,634	75,931	流动资产	137,566	147,182	165,783	178,659	191,292	205,270
%销售收入	75.4%	75.8%	77.1%	76.7%	76.8%	77.2%	%总资产	90.1%	89.0%	88.1%	88.4%	88.5%	88.7%
营业税金及附加	-10,749	-12,532	-13,041	-13,527	-14,053	-14,776	长期投资	1,988	2,022	2,083	2,083	2,083	2,083
%销售收入	14.5%	15.0%	14.6%	15.1%	15.1%	15.0%	固定资产	9,086	10,813	13,060	13,558	14,442	15,191
销售费用	-6,844	-7,796	-10,692	-10,592	-11,092	-11,592	%总资产	5.9%	6.5%	6.9%	6.7%	6.7%	6.6%
%销售收入	9.3%	9.4%	12.0%	11.8%	11.9%	11.8%	无形资产	679	2,222	2,815	3,164	3,497	3,815
管理费用	-3,068	-3,319	-3,555	-3,705	-3,905	-4,105	非流动资产	15,149	18,251	22,469	23,510	24,892	26,130
%销售收入	4.1%	4.0%	4.0%	4.1%	4.2%	4.2%	%总资产	9.9%	11.0%	11.9%	11.6%	11.5%	11.3%
研发费用	-236	-322	-405	-406	-423	-447	资产总计	152,715	165,433	188,252	202,169	216,185	231,400
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	376	15	409	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	34,893	39,146	41,020	40,404	42,161	45,011	应付款项	12,766	14,982	26,000	28,070	29,802	31,621
%销售收入	47.2%	47.0%	46.0%	45.2%	45.2%	45.2%	预付款项	22,617	17,686	24,618	26,241	27,389	28,917
财务费用	2,026	2,473	2,834	2,095	2,380	2,559	流动负债	35,759	32,683	51,027	54,312	57,191	60,538
%销售收入	-2.7%	-3.0%	-3.2%	-2.3%	-2.6%	-2.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-28	-5	0	0	0	0	其他长期负债	271	400	831	865	897	927
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	36,031	33,084	51,857	55,177	58,088	61,466
投资收益	93	58	75	83	83	83	普通股股东权益	114,025	129,558	133,285	142,529	152,212	162,557
%税前利润	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其中：股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
营业利润	37,174	42,004	44,200	42,828	44,870	47,900	未分配利润	79,029	89,405	87,657	96,900	106,584	116,929
营业利润率	50.3%	50.4%	49.6%	47.9%	48.1%	48.7%	少数股东权益	2,659	2,791	3,110	4,463	5,885	7,377
营业外收支	-71	-91	-37	-33	-33	-33	负债股东权益合计	152,715	165,433	188,252	202,169	216,185	231,400
税前利润	37,104	41,913	44,163	42,795	44,837	47,867	比率分析						
利润率	50.2%	50.3%	49.5%	47.8%	48.1%	48.7%		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所得税	-9,133	-10,392	-10,970	-10,630	-11,137	-11,890	每股指标						
所得税率	24.6%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	每股收益	6.88	7.78	8.21	7.94	8.32	8.88
净利润	27,971	31,521	33,193	32,165	33,700	35,977	每股净资产	29.38	33.38	34.34	36.72	39.21	41.88
少数股东损益	1,280	1,310	1,340	1,354	1,421	1,492	每股经营现金净流	6.29	10.75	8.74	12.98	9.32	10.03
归属于母公司的净利润	26,691	30,211	31,853	30,811	32,278	34,484	每股股利	3.78	4.67	5.75	5.56	5.82	6.22
净利率	36.1%	36.3%	35.7%	34.4%	34.6%	35.1%	回报率						
							净资产收益率	23.4%	23.3%	23.9%	21.6%	21.2%	21.2%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	17.5%	18.3%	16.9%	15.2%	14.9%	14.9%
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	22.5%	22.2%	22.5%	20.6%	20.0%	19.9%
净利润	27,971	31,521	33,193	32,165	33,700	35,977	增长率						
少数股东损益	1,280	1,310	1,340	1,354	1,421	1,492	主营业务收入增长率	11.7%	12.6%	7.1%	0.3%	4.2%	5.5%
非现金支出	986	981	1,219	864	994	1,145	EBIT增长率	14.3%	12.2%	4.8%	-1.5%	4.3%	6.8%
非经营收益	-406	-161	-1,014	-193	-166	-171	净利润增长率	14.2%	13.2%	5.4%	-3.3%	4.8%	6.8%
营运资金变动	-4,119	9,402	541	17,549	1,650	1,988	总资产增长率	12.6%	8.3%	13.8%	7.4%	6.9%	7.0%
经营活动现金净流	24,431	41,742	33,940	50,385	36,177	38,939	资产管理能力						
资本开支	-1,734	-2,955	-2,656	-1,719	-2,216	-2,217	应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5
投资	-6	0	0	0	0	0	存货周转天数	301.1	302.1	317.7	340.0	345.0	350.0
其他	23	24	14	83	83	83	应付账款周转天数	127.0	145.9	160.0	170.0	180.0	190.0
投资活动现金净流	-1,716	-2,932	-2,642	-1,636	-2,134	-2,134	固定资产周转天数	26.2	22.7	29.7	30.9	32.3	32.6
股权募资	0	23	92	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	-409	0	0	净负债/股东权益	-78.83%	-87.23%	-93.10%	-104.86%	-104.70%	-104.84%
其他	-13,105	-16,323	-19,714	-21,585	-22,612	-24,158	EBIT利息保障倍数	-17.2	-15.8	-14.5	-19.3	-17.7	-17.6
筹资活动现金净流	-13,105	-16,300	-19,622	-21,993	-22,612	-24,158	资产负债率	23.59%	20.00%	27.55%	27.29%	26.87%	26.56%
现金净流量	9,609	22,511	11,676	26,755	11,431	12,647							

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	14	25	34	115
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究