

五粮液 (000858.SZ)

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 126.62 元

Q2 利润增速转负，经销商集中度提升

公司发布 25 年半年报，25Q2 单季度实现收入/归母净利润 158.3 亿元/46.3 亿元，同比+0.1%/-7.6%。单 Q2 收入仍保持不下滑，利润增速转负，符合此前预期。H1 销售以价换量，前五大经销商占比大幅提升至 60%。毛利承压费用投入加大，盈利能力有所下降。公司开启调整，关注双节压力测试。

□ Q2 利润增速转负符合预期，现金流良性。公司 25H1 实现收入/归母净利润 527.7 亿元/194.9 亿元，同比+4.2%/+2.3%，25Q2 单季度实现收入/归母净利润 158.3 亿元/46.3 亿元，同比+0.1%/-7.6%。单 Q2 收入仍保持不下滑，利润下滑，符合此前预期。25Q2 销售收现 312.3 亿元 (yoy+12.0%)，经营净现金流 152.9 亿元 (yoy+18.4%)，期末合同负债余额为 100.8 亿元 (yoy+23.5%，环比 24 年末降低 16.1 亿元)。

□ H1 销售以价换量，前五大经销商占比大幅提升至 60%。分产品来看，25H1 五粮液/其他酒产品收入 410.0 亿元/81.2 亿元，同比+4.6%/2.7%，其中五粮液产品量/价+12.7%/-7.2%、其他酒产品量/价+58.8%/-35.3%，五粮液产品以价换量、增加渠道投入，其他酒产品在 24H1 低基数及消费降档背景下销量有所增加。分区域来看，25H1 东部/南部/北部片区收入 201.1 亿元/218.9 亿元/71.2 亿元，同比+7.9%/+1.9%/+1.8%。25H1 受平台公司成立影响、经销商集中度提升，前五大经销商销售总额 300.6 亿元 (24H1 同期为 107.0 亿元)，占比提升至 60%，25H1 扣除前五大经销商后收入 227 亿元 (yoy-43%，24H1 同期为 400 亿元)。25H1 五粮液经销商/专卖店数量为 2510 家/1768 家，同比-20 家/-18 家。

□ 毛利承压费用投入加大，盈利能力有所下降。25Q2 公司毛利率水平 74.7% (yoy-0.3pct)，主要系五粮液及系列酒产品价格下行所致，25Q2 公司主营税金率/销售费率/管理费率为 15.5%/18.9%/4.2%，同比+0.9pct/+1.5pct/-0.0pct，销售费用主要系公司促销费、仓储费及物流费增加所致，25Q2 公司归母净利率为 29.3% (yoy-2.4pct)，盈利能力有所下降。

□ 投资建议：开启调整，关注双节压力测试，继续“强烈推荐”。25Q2 在外部压力下公司收入保持稳定，核心大经销商分担部分压力。产品端 1618、39 度开瓶量与宴席市场稳定增长，下半年成立专班后有望贡献增量。展望三季度，需求缺口仍在的情况下，公司预计重视价格管控，报表调整幅度预计大于二季度，关注双节压力测试。考虑到 H1 业绩情况及下半年展望，我们下调 25-27 年 EPS 预测 7.56、7.63、7.63 元，继续维持“强烈推荐”评级。

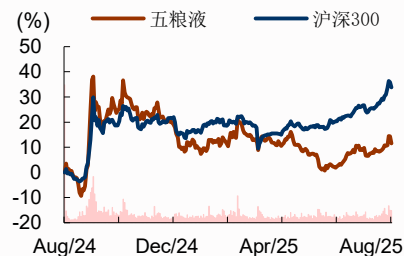
□ 风险提示：省内竞争加剧、商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等。

基础数据

总股本 (百万股)	3882
已上市流通股 (百万股)	3881
总市值 (十亿元)	491.5
流通市值 (十亿元)	491.5
每股净资产 (MRQ)	36.2
ROE (TTM)	23.0
资产负债率	25.5%
主要股东 宜宾发展控股集团有限公司	
主要股东持股比例	34.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	0	12
相对表现	-5	-10	-21



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《五粮液 (000858) —营销执行提升，风雨兼程不改初心》2025-06-22
- 2、《五粮液 (000858) —开局平稳，目标务实》2025-04-26
- 3、《五粮液 (000858) —思路延续，顺势而为—1218 经销商大会点评》2024-12-19

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
✉ liucheng5@cmschina.com.cn
朱彦霖 研究助理
✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	83272	89175	85261	85914	86574
同比增长	13%	7.1%	-4%	1%	1%
营业利润(百万元)	42004	44200	40741	41086	41076
同比增长	13%	5.2%	-8%	1%	-0%
归母净利润(百万元)	30211	31853	29360	29609	29601
同比增长	13%	5.4%	-8%	1%	-0%

每股收益(元)	7.78	8.21	7.56	7.63	7.63
PE	16.3	15.4	16.7	16.6	16.6
PB	3.8	3.7	3.5	3.3	3.1

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	17030	20736	34833	15815	17268	21260	36940	15831	83272	89175
二、营业总成本	9126	10502	15425	9077	9150	11669	16521	9618	41658	45321
其中：营业成本	4529	5060	7515	3951	4114	4881	8222	4006	20157	20461
营业税金及附加	2533	3503	4858	2312	2564	3307	5405	2447	12532	13041
营业费用	1907	1569	2624	2742	2422	2904	2408	2989	7796	10692
管理费用	646	916	1065	674	693	1123	1044	668	3319	3555
研发费用	73	113	84	76	91	154	102	108	322	405
财务费用	-563	-661	-720	-681	-719	-714	-659	-603	-2473	-2834
资产减值损失	0	1	0	2	-15	13	-2	3	5	0
三、其他经营收益	65	85	44	195	10	97	26	87	390	346
其它收益	63	49	41	179	9	44	18	35	331	274
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	37	0	22	0	53	0	51	58	75
四、营业利润	7969	10320	19451	6933	8127	9688	20446	6300	42004	44200
加：营业外收入	20	13	6	6	16	11	11	10	45	40
减：营业外支出	33	48	2	5	50	20	26	23	136	77
五、利润总额	7956	10285	19455	6935	8094	9680	20431	6288	41913	44163
减：所得税	1914	2598	4820	1744	1979	2427	5063	1521	10392	10970
六、净利润	6041	7687	14635	5191	6115	7252	15368	4767	31521	33193
减：少数股东损益	245	309	590	179	241	330	508	136	1310	1340
七、归属母公司所有者净利润	5796	7378	14045	5012	5874	6922	14860	4632	30211	31853
EPS	1.49	1.90	3.62	1.29	1.51	1.78	3.83	1.19	7.78	8.21
主要比率										
毛利率	73.4%	75.6%	78.4%	75.0%	76.2%	77.0%	77.7%	74.7%	75.8%	77.1%
主营税金率	14.9%	16.9%	13.9%	14.6%	14.8%	15.6%	14.6%	15.5%	15.0%	14.6%
营业费率	11.2%	7.6%	7.5%	17.3%	14.0%	13.7%	6.5%	18.9%	9.4%	12.0%
管理费用率	3.8%	4.4%	3.1%	4.3%	4.0%	5.3%	2.8%	4.2%	4.0%	4.0%
营业利润率	46.8%	49.8%	55.8%	43.8%	47.1%	45.6%	55.3%	39.8%	50.4%	49.6%
实际税率	24.1%	25.3%	24.8%	25.1%	24.5%	25.1%	24.8%	24.2%	24.8%	24.8%
净利率	34.0%	35.6%	40.3%	31.7%	34.0%	32.6%	40.2%	29.3%	36.3%	35.7%
同比增长率										
收入增长率	17.0%	14.0%	11.9%	10.1%	1.4%	2.5%	6.1%	0.1%	13%	7.1%
营业利润增长率	16.9%	11.2%	11.3%	11.1%	2.0%	-6.1%	5.1%	-9.1%	13%	5.2%
净利润增长率	18.5%	10.1%	12.0%	11.5%	1.3%	-6.2%	5.8%	-7.6%	13%	5.4%

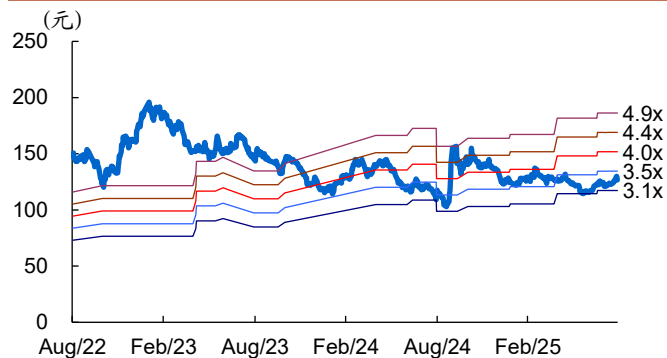
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 五粮液历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 五粮液历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《今世缘(603369)—Q4 主动纾压, Q1 开门红良好, 竞争优势延续》2025-05-01
- 2、《今世缘(603369)—Q3 理性降速, 谋求良性发展》2024-10-31
- 3、《今世缘(603369)—Q2 业绩符合预期, 增长势能不变》2024-08-18

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	147182	165783	171852	180570	189483
现金	115456	127399	134742	143612	152336
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	10	10	10	10
应收款项	43	37	36	36	36
其它应收款	40	47	45	46	46
存货	17388	18234	17840	17545	17585
其他	14256	20056	19179	19322	19470
非流动资产	18251	22469	24023	25409	26644
长期股权投资	2020	2082	2082	2082	2082
固定资产	5190	7265	9114	10763	12233
无形资产商誉	2058	2673	2406	2165	1949
其他	8982	10450	10421	10399	10380
资产总计	165433	188252	195875	205979	216127
流动负债	32683	51027	50353	50155	50182
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	9597	9493	9288	9134	9156
预收账款	6882	11699	11447	11257	11283
其他	16205	29834	29619	29763	29744
长期负债	400	831	831	831	831
长期借款	0	0	0	0	0
其他	400	831	831	831	831
负债合计	33084	51857	51184	50986	51013
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积金	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	122994	126721	133781	142838	151713
少数股东权益	2791	3110	4345	5591	6836
归属于母公司所有者权益	129558	133285	140345	149402	158277
负债及权益合计	165433	188252	195875	205979	216127

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41742	33940	29141	28210	27939
净利润	31521	33193	30595	30855	30847
折旧摊销	590	783	1084	1252	1403
财务费用	11	40	(3200)	(3500)	(3800)
投资收益	(58)	(75)	(349)	(349)	(349)
营运资金变动	9843	990	1010	(47)	(162)
其它	(165)	(992)	0	0	0
投资活动现金流	(2932)	(2642)	(2289)	(2289)	(2289)
资本支出	(2957)	(2666)	(2638)	(2638)	(2638)
其他投资	25	24	349	349	349
筹资活动现金流	(16300)	(19622)	(19509)	(17052)	(16926)
借款变动	(4191)	5402	(409)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(14680)	(28126)	(22300)	(20552)	(20726)
其他	2571	3102	3200	3500	3800
现金净增加额	22510	11675	7343	8870	8724

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	83272	89175	85261	85914	86574
营业成本	20157	20461	20020	19688	19734
营业税金及附加	12532	13041	12468	12564	12660
营业费用	7796	10692	11531	12229	12906
管理费用	3319	3555	3662	3805	3954
研发费用	322	405	387	390	393
财务费用	(2473)	(2834)	(3200)	(3500)	(3800)
资产减值损失	(3)	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	331	274	274	274	274
投资收益	58	75	75	75	75
营业利润	42004	44200	40741	41086	41076
营业外收入	45	40	40	40	40
营业外支出	136	77	77	77	77
利润总额	41913	44163	40705	41050	41039
所得税	10392	10970	10109	10195	10193
少数股东损益	1310	1340	1235	1246	1246
归属于母公司净利润	30211	31853	29360	29609	29601

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	13%	7.1%	-4%	1%	1%
营业利润	13%	5.2%	-8%	1%	-0%
归母净利润	13%	5.4%	-8%	1%	-0%
获利能力					
毛利率	75.8%	77.1%	76.5%	77.1%	77.2%
净利率	36.3%	35.7%	34.4%	34.5%	34.2%
ROE	24.8%	24.2%	21.5%	20.4%	19.2%
ROIC	23.8%	23.1%	20.0%	18.8%	17.5%
偿债能力					
资产负债率	20.0%	27.5%	26.1%	24.8%	23.6%
净负债比率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	3.2	3.4	3.6	3.8
速动比率	4.0	2.9	3.1	3.3	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	840.0	1975.0	1830.0	1879.0	1879.0
应付账款周转率	2.3	2.1	2.1	2.1	2.2
每股资料(元)					
EPS	7.78	8.21	7.56	7.63	7.63
每股经营净现金	10.75	8.74	7.51	7.27	7.20
每股净资产	33.38	34.34	36.16	38.49	40.78
每股股利	4.67	5.75	5.29	5.34	5.34
估值比率					
PE	16.3	15.4	16.7	16.6	16.6
PB	3.8	3.7	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA	10.3	9.8	10.7	10.6	10.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。