

# 五粮液 (000858)

## 2025 年中报点评: 迎难而上, 务实求变

买入 (维持)

2025 年 08 月 28 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

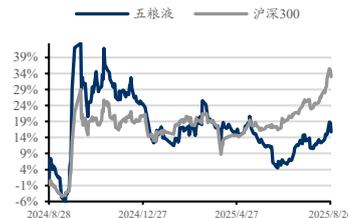
证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	83,272	89,175	90,290	91,981	98,624
同比 (%)	12.58	7.09	1.25	1.87	7.22
归母净利润 (百万元)	30,211	31,853	31,570	31,964	34,862
同比 (%)	13.19	5.44	(0.89)	1.25	9.07
EPS-最新摊薄 (元/股)	7.78	8.21	8.13	8.23	8.98
P/E (现价&最新摊薄)	16.27	15.43	15.57	15.38	14.10

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司披露 2025 年中报。2025 上半年营收、归母净利润分别为 527.7、194.9 亿元, 同比+4.2%、+2.3%; 对应 25Q2 营收、归母净利润分别为 158.3、46.3 亿元, 同比+0.1%、-7.6%。
- **25H1 需求承压, 渠道变革持续推进。** 2025 年公司紧扣“营销执行提升年”总定位, 持续深化“抓动销、稳价格、提费效、转作风”营销方针, 上半年顺利完成“双过半”目标。1) **分产品看:** 25H1 公司实现酒类收入 491.2 亿元, 同增 4.3%。①五粮液 25H1 收入同增 4.6%, 量、价同比+12.7%、-7.2%。25H1 公司按统一规则调减普五传统渠道配额, 相应由专营公司及直销渠道承担增量开拓任务; 同时继续加强 1618、低度渠道支持及开瓶培育, 拉动二者开瓶量和宴席场次稳定增长。②其他酒 25H1 收入同增 2.7%, 量、价同比+58.8%、-35.3%。行业深度调整期, 五粮浓香中低价酒销量增长相对较快。25H1 五粮浓香公司坚持“守正创新、开疆拓土、多作贡献”战略导向, 围绕产品动销、价值回归、市场分类分级建设、品牌文化传播、市场基础建设等重点工作, 各项工作稳中有进、稳中有新。2) **分区域看:** 25H1 公司东部、南部、北部大区营收分别同增 7.9%、1.9%、1.8%, 东部大区增幅相对较好, 预计与 1618 动销基础较好有关。25H1 公司前五大经销商销售收入贡献达 57.0%, 远高于 24H1 的 21.1%, 与经销渠道统一新设销售专营公司有关。
- **25H1 净利率同比下降, 主系毛利率及税金拖累。** 25H1 公司销售净利率同比回落 1.0pct, Q2 单季同比下降 2.7pct, 降幅扩大主要与销售费用季度投放节奏波动有关。①25H1 公司综合毛利率同比-0.5pct, 其中酒类毛利率同比-0.4pct 至 82.2%, 五粮液、其他酒毛利率分别同比-0.2pct、-1.5pct, 二者吨价、吨成本均同比回落。②25H1 销售费用同比基本持平, 费率同比-0.4pct, 其中广告费同比小幅减少 1.2%, 促销费同增 3.5%。③25H1 管理费用(含研发)同比微增 1.2%, 费率同比-0.1pct, 其中职工薪酬等综合费用同比收缩。
- **25 年砥砺前行, 着力完善渠道布局。** 在现有大商制基础上, 五粮液已迈出重塑渠道生态的关键一步, 专营公司带来的渠道变革, 结合实干派营销高管的专业管理, 将是公司强化营销管控的有益尝试。当前面临外部环境带来的需求压力, 期待公司着眼长期, 充分发挥专营公司体制优势, 探索与企业团购客户合作共赢的跨界营销新模式, 聚焦资源开发新需求、新场景。25H1 公司继续推进“三店一家”建设, 合计新增 242 家, 填补 18 个空白区县; 成功开发企业型客户 60 家, 并在 20 个核心城市实行终端直配, 终端订单稳步增长。
- **盈利预测与投资建议:** 参考 2025 年中报情况, 考虑高端需求复苏进程相对缓和, 我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 316、320、349 亿元 (前值为 338、365、403 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 16、15、14X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、渠道改革效果不及预期。

### 市场数据

收盘价(元)	126.62
一年最低/最高价	106.33/178.76
市净率(倍)	3.32
流通 A 股市值(百万元)	491,470.40
总市值(百万元)	491,489.21

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	38.17
资产负债率(% ,LF)	23.34
总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股(百万股)	3,881.46

### 相关研究

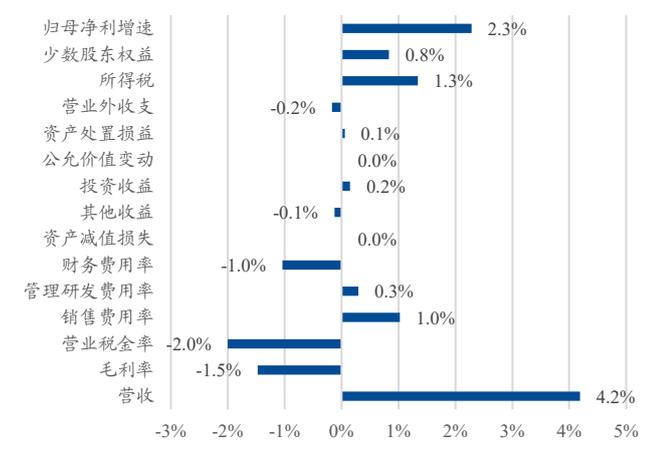
《五粮液(000858): 2024 年报及 2025 一季报点评: 24 年稳健收官, 25 年改革风劲》

2025-04-28

《五粮液(000858): 全面改革勇毅破局, 期待运营创新落地》

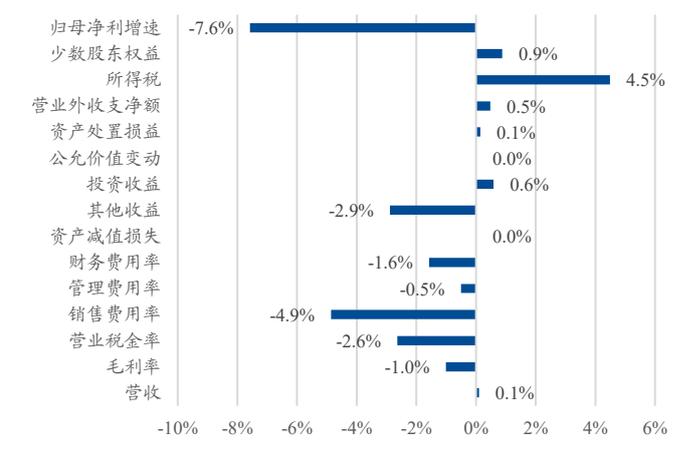
2025-03-27

图1: 25H1 五粮液归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 25Q2 五粮液归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

## 五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>165,783</b>	<b>163,222</b>	<b>174,541</b>	<b>187,893</b>	<b>营业总收入</b>	<b>89,175</b>	<b>90,290</b>	<b>91,981</b>	<b>98,624</b>
货币资金及交易性金融资产	127,399	124,956	139,023	149,594	营业成本(含金融类)	20,461	21,600	22,332	23,655
经营性应收款项	19,759	17,361	15,941	15,414	税金及附加	13,041	13,453	13,797	14,637
存货	18,234	20,488	19,143	22,422	销售费用	10,692	10,828	10,990	11,781
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,555	3,612	3,633	3,649
其他流动资产	392	416	435	462	研发费用	405	361	368	394
<b>非流动资产</b>	<b>22,469</b>	<b>21,684</b>	<b>21,972</b>	<b>22,318</b>	财务费用	(2,834)	(3,046)	(2,987)	(3,325)
长期股权投资	2,082	2,143	2,204	2,265	加:其他收益	274	259	274	264
固定资产及使用权资产	8,061	10,746	12,143	12,848	投资净收益	75	54	78	79
在建工程	5,795	2,992	1,595	847	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,671	2,730	2,783	2,916	减值损失	0	(11)	(5)	(5)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	(3)	4	(2)	(1)
长期待摊费用	142	128	115	103	<b>营业利润</b>	<b>44,200</b>	<b>43,789</b>	<b>44,192</b>	<b>48,168</b>
其他非流动资产	3,716	2,945	3,131	3,336	营业外净收支	(37)	(59)	(62)	(52)
<b>资产总计</b>	<b>188,252</b>	<b>184,906</b>	<b>196,514</b>	<b>210,211</b>	<b>利润总额</b>	<b>44,163</b>	<b>43,731</b>	<b>44,130</b>	<b>48,116</b>
<b>流动负债</b>	<b>51,027</b>	<b>37,092</b>	<b>37,481</b>	<b>37,226</b>	减:所得税	10,970	10,845	10,812	11,788
短期借款及一年内到期的非流动负债	409	266	230	302	<b>净利润</b>	<b>33,193</b>	<b>32,885</b>	<b>33,318</b>	<b>36,327</b>
经营性应付款项	9,502	9,416	8,408	6,328	减:少数股东损益	1,340	1,315	1,354	1,466
合同负债	11,690	9,720	11,166	12,301	<b>归属母公司净利润</b>	<b>31,853</b>	<b>31,570</b>	<b>31,964</b>	<b>34,862</b>
其他流动负债	29,426	17,690	17,678	18,295	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.21	8.13	8.23	8.98
非流动负债	831	831	831	831	EBIT	41,299	40,697	41,136	44,772
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	42,518	41,179	41,515	45,094
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	77.05	76.08	75.72	76.01
租赁负债	394	394	394	394	归母净利率(%)	35.72	34.97	34.75	35.35
其他非流动负债	437	437	437	437	收入增长率(%)	7.09	1.25	1.87	7.22
<b>负债合计</b>	<b>51,857</b>	<b>37,923</b>	<b>38,312</b>	<b>38,056</b>	归母净利润增长率(%)	5.44	(0.89)	1.25	9.07
归属母公司股东权益	133,285	142,558	152,423	164,910					
少数股东权益	3,110	4,425	5,779	7,245					
<b>所有者权益合计</b>	<b>136,395</b>	<b>146,983</b>	<b>158,202</b>	<b>172,155</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>188,252</b>	<b>184,906</b>	<b>196,514</b>	<b>210,211</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	33,940	19,984	36,087	32,603	每股净资产(元)	34.34	36.73	39.27	42.48
投资活动现金流	(2,642)	(501)	(503)	(474)	最新发行在外股份(百万股)	3,882	3,882	3,882	3,882
筹资活动现金流	(19,622)	(22,451)	(22,147)	(22,315)	ROIC(%)	23.02	21.49	20.27	20.38
现金净增加额	11,676	(2,969)	13,437	9,814	ROE-摊薄(%)	23.90	22.15	20.97	21.14
折旧和摊销	1,219	481	380	321	资产负债率(%)	27.55	20.51	19.50	18.10
资本开支	(2,656)	(476)	(498)	(465)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.43	15.57	15.38	14.10
营运资本变动	541	(14,210)	2,537	(3,870)	P/B (现价)	3.69	3.45	3.22	2.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>