

五粮液（000858.SZ）

2025Q2 收入同比正增，产品及渠道端展现韧性

优于大市

核心观点

2025H1 收入、净利润稳健增长，2025Q2 净利率略有承压。2025H1 公司实现营业收入 527.7 亿元/同比+4.2%，归母净利润 194.9 亿元/同比+2.3%。其中 2025Q2 营业总收入 158.3 亿元/同比+0.1%，归母净利润 46.3 亿元/同比-7.6%。

2025H1 五粮液产品收入增速快于平均，整体吨价略有下降。2025H1 公司酒类营收 491.20 亿元/同比+4.26%（销量+44.59%/吨价-27.89%），其中：（1）五粮液产品 2025H1 收入 410.0 亿元/同比+4.6%（销量+12.7%/吨价-7.3%），毛利率同比-0.24pcts；吨价承压判断系 1618 及 39 度五粮液收入占比提升影响产品结构。（2）其他酒产品 2025H1 收入 81.2 亿元/同比+2.7%（销量+58.5%/吨价-35.3%），毛利率同比-1.49pcts，预计主因 1）公司增加第一代五粮春铺货，其价格低于五粮春整体水平；2）公司加大扫码红包等促销力度抵减收入，抢抓元春、端午等旺季销售份额，开瓶扫码量保持较快增长。截至 2025H2 末五粮液/系列酒经销商环比 24 年底-142/+18 个。

2025H1 直销模式增速快于整体，公司持续完善渠道布局。分渠道看：（1）经销渠道 2025H1 收入 279.2 亿元/同比+1.2%，前五大经销商合计贡献收入 300.6 亿元/同比+181%/占比 57%，其中部分收入计入团购等直销渠道；上半年公司推动营销体制改革，以专营公司绑定经销商利益，拓展团购渠道、加强 C 端管控、维持价盘稳定。（2）直销渠道 收入 211.9 亿元/同比+8.6%，公司上半年成功开发企业型客户 60 家、贡献团购收入，线上渠道预计也录得较快增幅。分区域看：2025H1 东部片区收入 201.1 亿元/同比+7.9%，南部片区收入 218.9 亿元/同比+1.9%，北部片区收入 71.2 亿元/同比+1.8%。

2025Q2 毛销差同比-1.86pcts 影响净利率表现，销售收现稳健增长。2025Q2 毛利率同比-0.32pcts，预计主因产品结构影响；2025Q2 税金/销售/管理费用率同比+0.84/+1.54/-0.04pcts，市场需求压力下公司适当加大促销费等拉动消费者开瓶，2025H1 促销费 35.6 亿元/同比+3.5%。2025Q2 销售收现 312.3 亿元/同比+12.0%，经营性现金流净额 152.9 亿元/同比+18.4%，截至第二季度末合同负债 100.8 亿元/环比-0.9 亿元/同比+23.5%。

投资建议：展望下半年，1）高端白酒消费场景及需求复苏仍需要时间，预计五粮液 1618、39 度及低价位系列酒销售表现好于整体，2）29 度五粮液等新品贡献少量收入；3）公司适当加大费投力度维持渠道利润等，利润率或仍有压力。下调此前收入及净利润预测，预计 2025-2027 年公司收入 910.7/957.0/1012.8 亿元，同比+2.1%/+5.1%/+5.8%（前值为同比+5.2%/+5.7%/+5.8%）；预计归母净利润 311.3/320.6/343.5 亿元，同比-2.3%/+3.0%/+7.2%（前值为同比+5.0%/+6.3%/+6.1%），当前股价对应 25/26 年 15.8/15.3 倍 P/E，70%分红率对应 4.4%股息率，维持“优于大市”评级。中长期看，公司营销转型以消费者为中心，品牌力为基石，持续优化组织、产品、渠道、场景建设，伴随消费需求复苏仍将获得份额的提升。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	91,073	95,704	101,282
(+/-%)	12.6%	7.1%	2.1%	5.1%	5.8%
净利润(百万元)	30211	31853	31132	32056	34353
(+/-%)	13.2%	5.4%	-2.3%	3.0%	7.2%
每股收益(元)	7.78	8.21	8.02	8.26	8.85
EBIT Margin	46.9%	45.8%	44.2%	43.3%	43.7%
净资产收益率(ROE)	23.3%	23.9%	21.8%	21.1%	21.1%
市盈率(PE)	16.3	15.4	15.8	15.3	14.3
EV/EBITDA	13.3	13.1	13.0	12.6	11.8
市净率(PB)	3.79	3.69	3.45	3.23	3.02

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	126.62 元
总市值/流通市值	491489/491469 百万元
52 周最高价/最低价	178.76/106.33 元
近 3 个月日均成交额	2518.08 百万元

市场走势

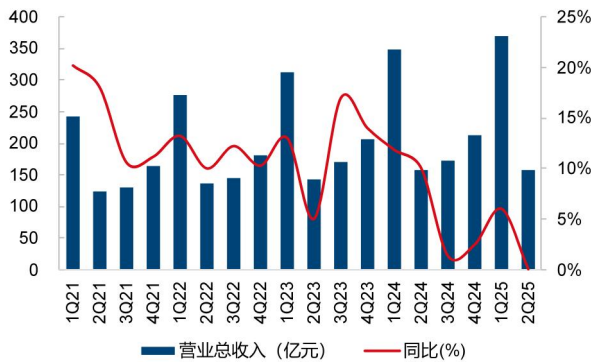


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

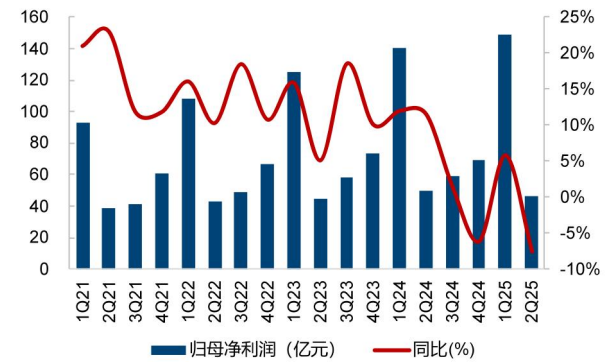
- 《五粮液（000858.SZ）-2025 年全面推进营销改革，第一季度实现开门红》——2025-04-26
- 《五粮液（000858.SZ）-理性调整经营节奏，推动营销执行力提升》——2024-12-22
- 《五粮液（000858.SZ）-第三季度报表质量较高，规划分红率不低于 70%》——2024-11-01
- 《五粮液（000858.SZ）-第二季度收入同比增长 10%，现金流反映厂商关系向好》——2024-08-29
- 《五粮液（000858.SZ）-节奏良好、战略清晰，传递稳健增长信心》——2024-07-01

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



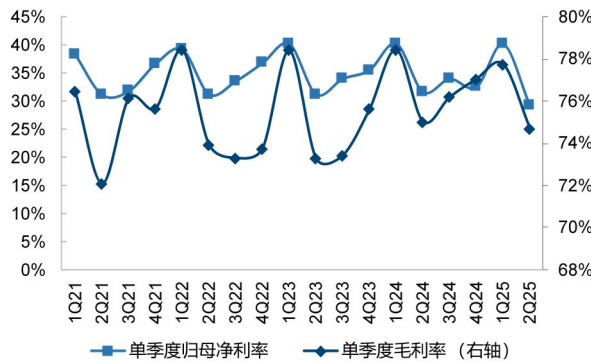
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



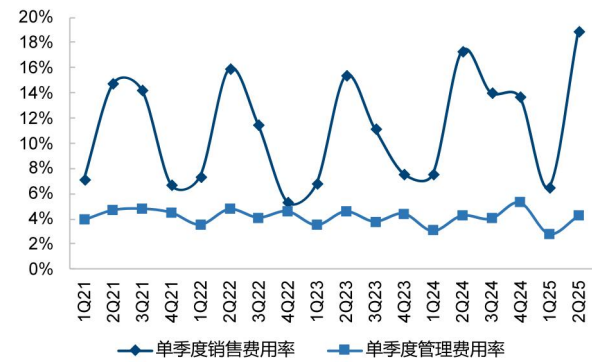
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 五粮液盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	89,175	93,826	99,149	91,073	95,704	-2.9%	-3.5%
收入同比增速%	7.1%	5.2%	5.7%	2.1%	5.1%	-3.09pcts	-0.59pcts
毛利率%	77.1%	77.7%	78.1%	75.4%	74.7%	-2.28pcts	-3.42pcts
销售费用率%	77.1%	12.1%	12.1%	12.5%	12.3%	0.4pcts	0.25pcts
管理费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	3.6%	3.6%	-0.4pcts	-0.4pcts
归母净利润（百万元）	31,853	33,456	35,560	31,132	32,056	-6.9%	-9.9%
归母净利润同比增速%	5.4%	5.0%	6.3%	-2.3%	3.0%	-7.29pcts	-3.32pcts
净利率%	35.7%	35.7%	35.9%	34.2%	33.5%	-1.47pcts	-2.37pcts
EPS（元）	8.21	8.62	9.16	8.02	8.26	-6.9%	-9.9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2025/8/27	2025/8/27		2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,448	18,190		862.3	938.0	21.1	19.4
000858.SZ	五粮液	优于大市	127	4,915		318.5	311.3	15.4	15.8
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	134	1,970		134.7	137.6	14.6	14.3
600809.SH	山西汾酒	优于大市	199	2,427		122.4	133.9	19.8	18.1
002304.SZ	洋河股份	中性	73	1,092		66.7	46.7	16.4	23.4
000799.SZ	酒鬼酒	中性	67	217		0.1	0.9	1734.2	235.4

600702.SH	舍得酒业	优于大市	65	216	3.5	6.4	62.5	33.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	165	873	55.2	61.5	15.8	14.2
603369.SH	今世缘	优于大市	34	206	16.6	13.4	12.5	15.3
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	45	360	25.9	24.2	13.9	14.9
603589.SH	口子窖	中性	43	536	34.1	32.7	15.7	16.4
603919.SH	金徽酒	优于大市	21	104	3.9	4.0	26.8	25.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除五粮液以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	115456	127399	115332	130656	143693	营业收入	83272	89175	91073	95704	101282
应收款项	82	95	93	98	104	营业成本	20157	20461	22376	24204	25531
存货净额	17388	18234	28519	27486	23178	营业税金及附加	12532	13041	13297	14289	15192
其他流动资产	14256	20056	23943	21023	23885	销售费用	7796	10692	11384	11772	12154
流动资产合计	147182	165783	167887	179263	190860	管理费用	3393	3702	3385	3552	3652
固定资产	10813	13060	15025	16919	18592	研发费用	322	405	410	431	456
无形资产及其他	2057	2671	2565	2460	2354	财务费用	(2473)	(2834)	(3019)	(3064)	(3417)
投资性房地产	3360	4656	4656	4656	4656	投资收益	58	75	75	69	73
长期股权投资	2020	2082	2138	2197	2256	资产减值及公允价值变动	4	(2)	9	4	4
资产总计	165433	188252	192272	205496	218718	其他收入	75	15	(410)	(431)	(456)
短期借款及交易性金融负债	15	409	266	230	302	营业利润	42004	44200	43324	44594	47792
应付款项	9597	9493	10078	10853	11368	营业外净收支	(91)	(37)	(64)	(50)	(57)
其他流动负债	23072	41125	34770	36892	38648	利润总额	41913	44163	43260	44544	47735
流动负债合计	32683	51027	45114	47975	50317	所得税费用	10392	10970	10815	11136	11934
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1310	1340	1313	1352	1449
其他长期负债	400	831	903	1114	1116	归属于母公司净利润	30211	31853	31132	32056	34353
长期负债合计	400	831	903	1114	1116	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	33084	51857	46018	49089	51433	净利润	30211	31853	31132	32056	34353
少数股东权益	2791	3110	3629	4165	4738	资产减值准备	(22)	1	(0)	(0)	(0)
股东权益	129558	133285	142625	152242	162548	折旧摊销	515	710	1082	1443	1664
负债和股东权益总计	165433	188252	192272	205496	218718	公允价值变动损失	(4)	2	(9)	(4)	(4)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(2473)	(2834)	(3019)	(3064)	(3417)
每股收益	7.78	8.21	8.02	8.26	8.85	营运资本变动	11071	10425	(19866)	7056	3712
每股红利	4.09	4.96	5.61	5.78	6.20	其它	643	530	520	535	574
每股净资产	33.38	34.34	36.74	39.22	41.88	经营活动现金流	42414	43521	12859	41086	40298
ROIC	25.51%	24.87%	24%	24%	25%	资本开支	0	(2808)	(2934)	(3227)	(3227)
ROE	23.32%	23.90%	22%	21%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	76%	77%	75%	75%	75%	投资活动现金流	(34)	(2869)	(2991)	(3286)	(3286)
EBIT Margin	47%	46%	44%	43%	44%	权益性融资	1	92	0	0	0
EBITDA Margin	48%	47%	45%	45%	45%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	13%	7%	2%	5%	6%	支付股利、利息	(15894)	(19241)	(21793)	(22439)	(24047)
净利润增长率	13%	5%	-2%	3%	7%	其它融资现金流	12506	9681	(142)	(36)	72
资产负债率	22%	29%	26%	26%	26%	融资活动现金流	(19282)	(28709)	(21935)	(22476)	(23975)
股息率	3.2%	3.9%	4.4%	4.6%	4.9%	现金净变动	23098	11943	(12067)	15324	13037
P/E	16.3	15.4	15.8	15.3	14.3	货币资金的期初余额	92358	115456	127399	115332	130656
P/B	3.8	3.7	3.4	3.2	3.0	货币资金的期末余额	115456	127399	115332	130656	143693
EV/EBITDA	13.3	13.1	13.0	12.6	11.8	企业自由现金流	0	39048	8448	36365	35372
						权益自由现金流	0	48729	10570	38626	38007

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032