



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 08 月 28 日

### 基础数据

08 月 27 日收盘价（元）	126.62
总市值（亿元）	4,914.89
总股本（亿股）	38.82

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证食品饮料】五粮液：变中求进，穿越周期-2025.06.22

【兴证食品饮料】五粮液：积极变革，稳中求进-2025.05.14

【兴证食品饮料】五粮液三季报点评：业绩符合预期，加大股东回报-2024.11.01

### 分析师：沈昊

S0190525010006  
shenhao@xyzq.com.cn

### 分析师：金含

S0190521080003  
jinhan@xyzq.com.cn

### 分析师：王嘉琦

S0190525070007  
wangjiaqi23@xyzq.com.cn

## 五粮液(000858.SZ) 理性降速，稳中求变

### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年中报：25H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 527.71/194.92/194.80 亿元，同比+4.19%/+2.28%/+2.86%。Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 158.31/46.32/46.18 亿元，同比+0.10%/-7.58%/-5.75%。
- **报表降速调整，渠道完善布局。**分品类：25H1 五粮液产品/其他酒产品收入 409.98/81.22 亿元，同比+4.57%/+2.73%，其中销量同比+12.75%/+58.81%，吨价同比-7.25%/-35.31%。主品牌量增系 1618、低度贡献增长，普五控量，故而结构影响吨价有所下行。中低价位带的系列酒销量更好，产品结构下移致系列酒吨价同样下行。**渠道端：**传统渠道有所优化，25H1 五粮液经销商数量 2510 家、同比净减少 20 家，五粮浓香经销商数量 1077 家、同比净增加 127 家，专卖店数量 1768 家、同比净减少 18 家；积极开发团购客户，上半年企业型客户增加 60 家；持续推进“三店一家”建设，合计新增 242 家，填补 18 个空白区县；在 20 个核心城市实行终端直配，终端订单稳步增长。**财务指标：**2025H1 末合同负债余额 100.77 亿元，同比增长 19.20 亿元，环比减少 0.89 亿元；25H1 收现 694.67 亿元、同增 39.92%，其中 Q2 收现 312.33 亿元、同增 12.03%，主要系货款现金比例较高、同期票据多致现金流低基数。
- **结构下移+费投增加致盈利能力有所波动。**毛利率：25H1 毛利率为 76.83%，同比-0.53pct，其中 Q2 毛利率为 74.69%，同比-0.32pct，主要系结构影响。费用项：25H1 税金及附加占营收比重同比+0.72pct 主要系节奏确认差异。25H1 销售费用率为 10.23%，同比-0.37pct，其中 Q2 销售费用率同比+1.54pct，主要系费投有所增加。综合以上因素，25H1 归母净利率为 36.94%，同比-0.69pct，其中 Q2 归母净利率为 29.26%，同比-2.43pct。
- **紧扣“营销执行提升年”总定位，稳中求变。**行业深度调整期，公司持续深化“抓动销、稳价格、提费效、转作风”营销方针，完成“双过半”目标。今年以来，公司积极变革营销体系，撤销五品部、成立销售公司，组建酒类销售公司，实施片区负责制，高管下场匹配片区，保障策略执行力，提振团队信心，并严格考核选拔人员。市场策略方面，持续巩固华东优势市场，攻克四川对垒市场，突破广东、海南等薄弱市场，一品一策、一地一策、一商一策、一渠一策、一群一策，实现消费者精准触达。逆风期积极变革，静待行业需求改善后经营势能转好。
- **盈利预测与投资建议：**根据中报调整盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入分别为 910.09/939.12/986.49 亿元，同比增长 2.1%/3.2%/5.0%，归母净利润分别为 318.88/329.80/350.61 亿元，同比增长 0.1%/3.4%/6.3%，EPS 为 8.22/8.50/9.03 元；对应 2025 年 8 月 27 日收盘价，PE 为 15.4/14.9/14.0 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能投产进度或不及预期、产品质量管理风险、行业政策风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险。

**主要财务指标**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	89175	91009	93912	98649
同比增长	7.1%	2.1%	3.2%	5.0%
归母净利润（百万元）	31853	31888	32980	35061
同比增长	5.4%	0.1%	3.4%	6.3%
毛利率	77.1%	76.8%	76.8%	76.6%
ROE	23.9%	21.6%	20.3%	19.7%
每股收益（元）	8.21	8.22	8.50	9.03
市盈率	15.4	15.4	14.9	14.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>165783</b>	<b>177358</b>	<b>198071</b>	<b>222085</b>
货币资金	127399	143344	164090	186985
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	48	70	71	78
预付款项	145	158	164	173
存货	18234	18324	18880	19251
其他	19958	15462	14866	15599
<b>非流动资产</b>	<b>22469</b>	<b>21764</b>	<b>21488</b>	<b>21383</b>
长期股权投资	2082	2229	2240	2241
固定资产	7265	7530	8010	8241
在建工程	5795	4716	4173	3738
无形资产	2671	3115	3195	3321
商誉	2	2	2	2
其他	4654	4173	3868	3840
<b>资产总计</b>	<b>188252</b>	<b>199122</b>	<b>219559</b>	<b>243468</b>
<b>流动负债</b>	<b>51027</b>	<b>46059</b>	<b>50381</b>	<b>57313</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9493	9558	9931	14830
其他	41533	36501	40450	42483
<b>非流动负债</b>	<b>831</b>	<b>853</b>	<b>633</b>	<b>633</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	831	853	633	633
<b>负债合计</b>	<b>51857</b>	<b>46912</b>	<b>51014</b>	<b>57946</b>
股本	3882	3882	3882	3882
未分配利润	87657	97223	107117	117635
少数股东权益	3110	4575	6069	7268
<b>股东权益合计</b>	<b>136395</b>	<b>152210</b>	<b>168545</b>	<b>185522</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>188252</b>	<b>199122</b>	<b>219559</b>	<b>243468</b>

**现金流量表**

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	31853	31888	32980	35061
折旧和摊销	1219	1974	2066	1870
营运资金的变动	541	-590	4344	5817
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>33940</b>	<b>35014</b>	<b>40924</b>	<b>43952</b>
资本支出	-2656	-1245	-1792	-1840
长期投资	0	-147	-11	-1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2642</b>	<b>-1521</b>	<b>-1804</b>	<b>-1773</b>
债权融资	0	45	-220	0
股权融资	92	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-19622</b>	<b>-17549</b>	<b>-18375</b>	<b>-19284</b>
现金净变动	11676	15945	20746	22896

数据来源: 携宁、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>89175</b>	<b>91009</b>	<b>93912</b>	<b>98649</b>
营业成本	20461	21090	21821	23052
税金及附加	13041	13459	13889	14589
销售费用	10692	11538	11906	12407
管理费用	3555	3458	3475	3551
研发费用	405	413	427	448
财务费用	-2834	-2998	-3135	-3282
投资收益	75	78	73	78
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	-1	3
资产减值损失	2	-14	-10	-1
<b>营业利润</b>	<b>44200</b>	<b>44366</b>	<b>45869</b>	<b>48222</b>
营业外收支	-37	-83	-87	-86
<b>利润总额</b>	<b>44163</b>	<b>44283</b>	<b>45782</b>	<b>48136</b>
所得税	10970	10929	11309	11875
净利润	33193	33354	34473	36261
少数股东损益	1340	1465	1494	1200
<b>归属母公司净利润</b>	<b>31853</b>	<b>31888</b>	<b>32980</b>	<b>35061</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>8.21</b>	<b>8.22</b>	<b>8.50</b>	<b>9.03</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	7.1%	2.1%	3.2%	5.0%
营业利润增长率	5.2%	0.4%	3.4%	5.1%
归母净利润增长率	5.4%	0.1%	3.4%	6.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	77.1%	76.8%	76.8%	76.6%
归母净利率	35.7%	35.0%	35.1%	35.5%
ROE	23.9%	21.6%	20.3%	19.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.5%	23.6%	23.2%	23.8%
流动比率	3.25	3.85	3.93	3.87
速动比率	2.88	3.44	3.55	3.53
<b>营运能力</b>				
资产周转率	50.4%	47.0%	44.9%	42.6%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	8.21	8.22	8.50	9.03
每股经营现金	8.74	9.02	10.54	11.32
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	15.4	15.4	14.9	14.0
PB	3.7	3.3	3.0	2.8

### 分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>