

宴席带动开瓶率增长 逆周期营收韧性足

2025 年 08 月 29 日



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师：孙冉

执业证号：S0100522110004

邮箱：sunran@glms.com.cn

➤ **事件：**公司于 8 月 27 日发布 2025 年中报，25 年上半年公司累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 527.71/194.92/194.80 亿元，同比 +4.19%/+2.28%/+2.86%，其中单 25Q2 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 158.31/46.32/46.18 亿元，同比+0.10%/-7.58%/-5.75%。

➤ **聚焦宴席市场，场数及开瓶扫码同比均保持两位数增长，整体表现量增价减。** 25H1 酒类主营实现营收 491.20 亿元，同比+4.26%，量价拆分：量增+44.59%，价增-27.89%，毛利率同比下降-0.39pcts 至 82.20%

分产品：①**五粮液产品**实现营收 409.98 亿元，同比+4.57%，量+12.75%/价-7.25%，量增主因以 1618 和 39 度五粮液为主的宴席场次和开瓶数量同比双位数增长，价跌或因宴席政策、扫码红包等营销手段导致货折增加。毛利率同比-0.24pcts 至 86.45%。此外公司为顺应年轻群体低度化的饮酒趋势，公司 8 月末推出 29 度新品“一见倾心”，京东售价 399 元/瓶，有望在下半年贡献增量。②**其他酒**实现营收 81.22 亿元，同比+2.73%，量+58.81%，价-35.31%。毛利率同比-1.49pcts 至 60.74%。量增显著或有三方面原因：第一，浓香公司年内通过旺季扫码红包引流，增加消费者互动提高复购；第二，针对大众价位带产品适度降低宴席政策门槛，扩大客群覆盖面；第三，加强对电商、商超、即时零售、本地生活等新兴渠道的扩展，提升销售转化率。

分区域：公司年初将 27 个营销大区整合为北部、南部、东部三大片区，25H1 东/南/北片区营收分别为 201.09/218.86/71.24 亿元，同比 +7.88%/+1.93%/+1.82%，强势区域江浙沪所在的东部大区增长最佳。公司营销组织架构调整，建立“总部-区域中心-终端”的垂直管控体系，缩短管理链路，可以提升管理层对市场变化感知效率和应变能力。

分渠道：25H1 经销/直销营业收入分别为 279.25/211.95 亿元，分别同比 +1.20%/+8.60%。直销模式增速快于大盘，占比提升 1.72pcts 至 43.15%，一方面公司成立平台公司积极推进企业团购业务，上半年新增企业客户 60 家。另一方面公司坚持“三店一家”战略，上半年新增 242 家，填补 18 个空白区县；Q2 末五粮液专卖店数量达到 1768 家，半年内减少 18 家或系主动清退违规店铺，体现公司稳价决心。

经销商数量上：25H1 末五粮液经销商共计 2510 家，较 24Q4 末减少 142 家；浓香公司经销商数量 1077 家，较 24Q4 末增加 18 家。25H1 公司前五大经销商收入合计 300.61 亿元，同比+181%，在酒类主营中占比 +38.5pcts 至 61.20%。主因公司年内由 39 家经销商出资成立平台公司五钧、五浚后，经销商打款更加集中。

➤ **结构下移、货折增加及促销费加码多因素压制利润中枢，现金回款占比提高，回款质量提升。** 25H1/25Q2 毛利率分别为 76.83%/74.69%，同比-0.53/-0.32pcts，主系结构下移、货折增加拉低毛利率水平。25H1 销售/管理费用率分

推荐

维持评级

当前价格：

129.53 元

相关研究

1.五粮液 (000858.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：24 年平稳收官 期待改革显现-2025/04/27

2.五粮液 (000858.SZ) 动态更新报告：营销执行提升年 品牌份额双提升-2024/12/20

3.五粮液 (000858.SZ) 2024 年三季报点评：稳健经营，分红规划塑信心-2024/10/31

4.五粮液 (000858.SZ) 2024 年中报点评：业绩稳健增长 盈利水平抬升-2024/08/29

5.五粮液 (000858.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：稳中提质，关注营销执行落地-2024/04/29

别为 10.23%/3.25%，同比-0.37/-0.19pcts，25Q2 分别为 18.88%/4.22%，同比+1.54/-0.04pcts，Q2 销售费用率增加主要是促销费以及销量大幅增加带来的仓储物流费的增加，25H1/25Q2 归母净利率分别为 36.94%/29.26%，同比-0.69/-2.43pcts。25H1 经营性活动现金流净额同比+131.88%，现金及现金等价物净增加额同比+63%，主因去年同期经销商多以银行承兑汇票打款，今年货款中现金占比更高，回款质量有提升。

➤ **投资建议：**普五千元价格带第一大单品的不动摇，短期受政策面压制，后续随着政策纠偏，政商务社交环境边际宽松，基本面开启修复通道，普五批价及动销有望企稳上行。预计 25-27 年分别实现归母净利润 304.02/319.17/342.36 亿元，同比-4.6%/+5.0%/+7.3%，当前股价对应 PE 为 17/16/15 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**税收等产业政策调整的不确定性风险；供需不均衡导致的批发价格波动风险；千元价格带竞争加剧；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	89,175	89,692	93,729	99,446
增长率 (%)	7.1	0.6	4.5	6.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	31,853	30,402	31,917	34,236
增长率 (%)	5.4	-4.6	5.0	7.3
每股收益 (元)	8.21	7.83	8.22	8.82
PE	16	17	16	15
PB	3.8	3.6	3.3	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	89,175	89,692	93,729	99,446
营业成本	20,461	20,893	21,784	23,058
营业税金及附加	13,041	13,454	14,059	14,619
销售费用	10,692	11,427	11,716	12,331
管理费用	3,555	3,576	3,749	3,978
研发费用	405	269	281	298
EBIT	41,299	40,415	42,496	45,542
财务费用	-2,834	-1,495	-1,495	-1,637
资产减值损失	2	-4	-4	0
投资收益	75	62	65	69
营业利润	44,200	41,969	44,053	47,249
营业外收支	-37	-24	-17	-14
利润总额	44,163	41,946	44,036	47,235
所得税	10,970	10,277	10,789	11,573
净利润	33,193	31,669	33,247	35,663
归属于母公司净利润	31,853	30,402	31,917	34,236
EBITDA	42,518	41,763	44,107	47,333

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	127,399	127,414	139,189	146,053
应收账款及票据	48	70	69	77
预付款项	145	160	167	177
存货	18,234	18,332	19,114	20,236
其他流动资产	19,958	16,384	17,113	18,095
流动资产合计	165,783	162,361	175,652	184,637
长期股权投资	2,082	2,082	2,082	2,082
固定资产	7,265	7,863	8,429	8,472
无形资产	2,671	2,671	2,671	2,671
非流动资产合计	22,469	23,374	23,868	23,865
资产合计	188,252	185,734	199,520	208,502
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	9,493	9,663	10,076	10,665
其他流动负债	41,533	29,522	30,932	26,007
流动负债合计	51,027	39,185	41,007	36,672
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	831	786	786	786
非流动负债合计	831	786	786	786
负债合计	51,857	39,970	41,793	37,457
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
少数股东权益	3,110	4,376	5,706	7,133
股东权益合计	136,395	145,764	157,727	171,045
负债和股东权益合计	188,252	185,734	199,520	208,502

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.09	0.58	4.50	6.10
EBIT 增长率	4.63	-2.14	5.15	7.17
净利润增长率	5.44	-4.56	4.98	7.27
盈利能力 (%)				
毛利率	77.05	76.71	76.76	76.81
净利润率	35.72	33.90	34.05	34.43
总资产收益率 ROA	16.92	16.37	16.00	16.42
净资产收益率 ROE	23.90	21.50	21.00	20.89
偿债能力				
流动比率	3.25	4.14	4.28	5.03
速动比率	2.50	3.25	3.40	3.98
现金比率	2.50	3.25	3.39	3.98
资产负债率 (%)	27.55	21.52	20.95	17.96
经营效率				
应收账款周转天数	0.16	0.16	0.17	0.16
存货周转天数	313.36	315.02	309.41	307.18
总资产周转率	0.50	0.48	0.49	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	8.21	7.83	8.22	8.82
每股净资产	34.34	36.43	39.16	42.23
每股经营现金流	8.74	6.39	9.06	7.98
每股股利	5.75	5.48	5.76	6.17
估值分析				
PE	16	17	16	15
PB	3.8	3.6	3.3	3.1
EV/EBITDA	8.35	8.50	8.05	7.50
股息收益率 (%)	4.44	4.23	4.44	4.77

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	33,193	31,669	33,247	35,663
折旧和摊销	1,219	1,348	1,611	1,791
营运资金变动	541	-8,408	300	-6,457
经营活动现金流	33,940	24,804	35,148	30,974
资本开支	-2,656	-1,936	-1,685	-1,365
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-2,642	-2,024	-1,620	-1,296
股权募资	92	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-19,622	-22,765	-21,754	-22,814
现金净流量	11,676	16	11,775	6,863

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048