

Q2 务实降速，八代普五竞争地位稳固

五粮液(000858)

评级:	买入	股票代码:	000858
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	178.76/106.33
目标价格:		总市值(亿)	5,027.85
最新收盘价:	129.53	自由流通市值(亿)	5,027.64
		自由流通股数(百万)	3,881.44

事件概述

8月27日，公司发布中报。25H1，公司实现营业收入527.71亿元，同比+4.19%，实现归母净利润194.92亿元，同比+2.28%。

分析判断:

► Q2 务实降速，今年现金打款增加，预收款同比增加。

经计算，25Q2，公司实现营业收入158.31亿元，同比+0.10%，实现归母净利润46.32亿元，同比-7.58%，收入利润符合市场预期。25Q2，公司销售收现312.33亿元，同比+12.03%，我们预计为今年半年期票据到期兑付较多，而今年来看使用票据打款的部分有所减少，现金打款稳健增长。Q2末，公司合同负债余额为100.77亿元，同比+23.53%，环比Q1末微降，预收较24年有所增加。

► 弱环境下八代五粮液市场份额最稳定，系列酒放量增长。

25年上半年，公司五粮液产品/其他酒产品分别实现收入409.98/81.22亿元，分别同比+4.57%/+2.73%，五粮液品牌增长略快，整体结构变化不明显。上半年，五粮液产品/其他酒产品销量分别同比+12.75%/+58.81%，吨价分别同比-7.25%/-35.31%，我们认为上半年公司针对五粮液品牌选择了份额为先的市场策略，在行业需求弱化的背景下优先留住并扩充消费群体，其中八代五粮液在千元价位带市场份额最为稳定，五粮液1618、39度五粮液开瓶量和宴席场次稳定增长，同时推进了主品牌新品上市；针对五粮浓香品牌，一方面公司在白酒主要消费旺季持续开展扫码获奖活动，日均开瓶扫码量同比保持两位数增长，自然动销带动量增，另一方面今年公司针对大众产品尖庄加大了运作力度，包括品牌营造、费用精准触达市场、加大资源倾斜等，回款、渠道网点建设、货物流转速度、消费者开瓶等市场数据均表现亮眼，对五粮浓香品牌的节日抢抓动销，以及对尖庄大单品的大力运作，共同促成了上半年其他酒产品销量高增长，同时由于尖庄为百元以下大众产品，在五粮浓香品牌中属于价格较低的产品，故上半年其他酒吨价也明显下降。

► 经销体系小幅变动，三大片区均实现增长。

25年上半年，公司经销模式/直销模式分别实现收入279.25/211.95亿元，同比分别+1.20%/+8.60%，直销渠道小幅领跑，上半年直销收入占比已达43.15%，直销占比的持续提升，得益于公司对电商、商超及团购等新兴渠道的持续发力。

25年上半年，酒类产品中，东部/南部/北部片区分别实现收入201.09/218.86/71.24亿元，同比分别+7.88%/+1.93%/+1.82%，强势市场东部片区增长稍好。

经销体系方面，Q2末公司共有3587家经销商，其中五粮液/五粮浓香经销商分别2510/1077家，上半年五粮液经销商净减少20家，五粮浓香经销商净增127家，环比Q1末来看，经销商合计净减少124家，其中五粮液经销商净减少142家，五粮浓香经销商净增18家，由此可见Q2五粮液品牌经销体系在主体稳定的情况下，有小幅变动，我们认为系Q2高端酒动销受影响较大所致，价位相对更低的五粮浓香品牌受影响小，同时公司仍在不断推进渠道体系的建设与完善。

► 吨价下行致毛利率小幅承压，长周期看费用率仍稳定。

盈利能力方面，25Q2公司毛利率为74.69%，同比-0.32pct，其中五粮液产品/其他酒产品毛利率分别同比-0.25pct/-1.49pcts，我们认为导致毛利率小幅下行的主要原因为吨价的下行，其中五粮液品牌吨价小幅下降，五粮浓香品牌吨价下降较多。费用率方面，25Q2公司税金及附加费用率同比+0.84pct，期间费用率合计同

比+2.20pcts，其中销售费用率同比+1.54pcts，是整体费用率上行的主要构成因素，但上半年来看销售费用率同比-0.37pct，期间费用率合计同比-0.10pct，故我们认为拉长周期看，公司费用率仍然保持稳定，季度间的波动或为费用确认节奏导致。综合影响下，25Q2 公司净利率同比-2.71pcts，导致归母净利润高个位数下滑。

投资建议

根据中报业绩，我们小幅下调公司盈利预测，25-27 年营业收入由 936.01/973.51/1008.90 亿元下调至 920.22/943.65/971.08 亿元，归母净利润由 335.57/352.09/370.57 亿元下调至 322.65/331.30/345.68 亿元，EPS 由 8.65/9.07/9.55 元下调至 8.31/8.54/8.91 元，2025 年 8 月 29 日收盘价 129.53 元，对应 25-27 年 PE 分别为 15.6/15.2/14.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示

行业需求再次转弱，行业价盘持续下行，千元价位带竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	92,022	94,365	97,108
YoY (%)	12.6%	7.1%	3.2%	2.5%	2.9%
归母净利润(百万元)	30,211	31,853	32,265	33,130	34,568
YoY (%)	13.2%	5.4%	1.3%	2.7%	4.3%
毛利率 (%)	75.8%	77.1%	76.8%	76.6%	76.4%
每股收益 (元)	7.78	8.21	8.31	8.54	8.91
ROE	23.3%	23.9%	19.5%	16.7%	14.8%
市盈率	16.64	15.78	15.58	15.18	14.54

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：郭辉

邮箱：guohui1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120002

联系电话：

分析师：沈嘉雯

邮箱：shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话：

分析师：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	89,175	92,022	94,365	97,108	净利润	33,193	33,700	34,564	36,064
YoY (%)	7.1%	3.2%	2.5%	2.9%	折旧和摊销	1,219	280	282	431
营业成本	20,461	21,354	22,083	22,909	营运资金变动	541	-23,474	22,174	-16,601
营业税金及附加	13,041	13,457	13,800	14,201	经营活动现金流	33,940	10,426	56,945	19,814
销售费用	10,692	10,859	11,088	11,362	资本开支	-2,656	-1,404	-1,869	-2,300
管理费用	3,555	3,497	3,492	3,544	投资	0	-57	-51	-56
财务费用	-2,834	-1,911	-2,047	-2,873	投资活动现金流	-2,642	-1,376	-1,842	-2,272
研发费用	405	356	386	405	股权募资	92	0	0	0
资产减值损失	2	-6	-3	-3	债务募资	0	0	0	0
投资收益	75	85	78	84	筹资活动现金流	-19,622	0	0	0
营业利润	44,200	44,784	45,960	47,954	现金净流量	11,676	9,051	55,103	17,542
营业外收支	-37	0	0	0					
利润总额	44,163	44,784	45,960	47,954	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	10,970	11,084	11,396	11,890	成长能力				
净利润	33,193	33,700	34,564	36,064	营业收入增长率	7.1%	3.2%	2.5%	2.9%
归属于母公司净利润	31,853	32,265	33,130	34,568	净利润增长率	5.4%	1.3%	2.7%	4.3%
YoY (%)	5.4%	1.3%	2.7%	4.3%	盈利能力				
每股收益	8.21	8.31	8.54	8.91	毛利率	77.1%	76.8%	76.6%	76.4%
					净利率	35.7%	35.1%	35.1%	35.6%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	16.9%	15.2%	13.2%	11.9%
货币资金	127,399	136,450	191,552	209,094	净资产收益率 ROE	23.9%	19.5%	16.7%	14.8%
预付款项	145	163	170	171	偿债能力				
存货	18,234	17,686	19,696	19,370	流动比率	3.25	4.56	4.96	5.42
其他流动资产	20,006	34,361	14,280	34,217	速动比率	2.88	4.12	4.52	5.01
流动资产合计	165,783	188,660	225,699	262,852	现金比率	2.50	3.30	4.21	4.31
长期股权投资	2,082	2,138	2,189	2,245	资产负债率	27.5%	19.9%	18.5%	17.0%
固定资产	7,265	7,742	8,455	9,442	经营效率				
无形资产	2,671	3,376	4,329	5,086	总资产周转率	0.50	0.46	0.41	0.36
非流动资产合计	22,469	23,644	25,279	27,200	每股指标 (元)				
资产合计	188,252	212,304	250,979	290,052	每股收益	8.21	8.31	8.54	8.91
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	34.34	42.65	51.19	60.09
应付账款及票据	9,493	7,807	10,351	9,090	每股经营现金流	8.74	2.69	14.67	5.10
其他流动负债	41,533	33,572	35,138	39,408	每股股利	5.75	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	51,027	41,379	45,489	48,498	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	15.78	15.58	15.18	14.54
其他长期负债	831	831	831	831	PB	4.08	3.04	2.53	2.16
非流动负债合计	831	831	831	831					
负债合计	51,857	42,210	46,320	49,329					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882					
少数股东权益	3,110	4,544	5,979	7,475					
股东权益合计	136,395	170,095	204,659	240,723					
负债和股东权益合计	188,252	212,304	250,979	290,052					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。