

证券研究报告

公司研究

点评报告

五粮液 (000858.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

五粮液 (000858.SZ): 营销落地, 高质前行 2025. 04. 26

五粮液 (000858.SZ): 找准发力方向, 品牌优势凸显
2024. 08. 29

五粮液 (000858.SZ): 改革信号显著, 定调“营销执行年” 2024. 03. 25

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

改革推进, 彰显韧性

2025 年 09 月 01 日

事件: 公司公告, 2025 年上半年实现营收 527.71 亿元, 同比增长 4.19%; 归母净利润 194.92 亿元, 同比增长 2.28%。

点评:

- **收入韧性强, 阶段性盈利略减。**受白酒行业深度调整影响, 25Q2 公司营收 158.31 亿元, 同比增长 0.1%; 归母净利润 46.32 亿元, 同比减少 7.58%。二季度, 公司毛利率同比-0.32pct, 营业税金率同比+0.84pct, 销售费用率同比+1.54pct, 管理费用率同比-0.04pct, 因此归母净利率同比-2.43pct 至 29.26%。上半年, 公司销售收现 694.67 亿元, 同比增长 39.92%, 经营净现金流 311.37 亿元, 同比增长 131.68%, 主要系上半年货款中现金收取比例较高, 而去年同期银行承兑汇票收取比例较高所致。
- **行业调整下, 消费价位下移。**25H1 公司酒类收入 491.2 亿元, 同比增长 4.26%。其中①五粮液产品收入 409.98 亿元, 同比增长 4.57%, 量价贡献+12.75%/-7.25%, 毛利率同比-0.2pct 至 86.4%。公司推进产品焕新, 加快推进 29 度五粮液上市发布, 优化“1+3”产品结构, 八代五粮液在千元价位段市场份额最稳定, 五粮液 1618、39 度五粮液开瓶量和宴席场次稳定增长, 经典五粮液全力打造样板市场。②其他酒产品收入 81.22 亿元, 同比增长 2.73%, 量价贡献+58.81%/-35.31%, 毛利率同比-1.5pct 至 60.7%。公司将动销作为核心, 日均开瓶扫码量同比继续保持两位数增长, 终端网点不断强化, 市场覆盖率进一步提升, 电商、商超及团购等新兴渠道持续发力。此外, 塑料、印刷、玻瓶等非酒类业务收入 36.51 亿元, 同比增长 3.22%, 毛利率同比-3.2pct 至 4.6%。
- **终端直配见效, 渠道持续精耕。**25H1 公司东/南/北部片区收入分别为 201.09/218.86/71.24 亿元, 同比+7.9%/+1.9%/+1.8%, 华东市场基础更为稳固。分渠道看, 25H1 经销/直销收入分别为 279.25/211.98 亿元, 同比+1.20%/+8.61%, 公司在 20 个核心城市实行终端直配, 新增进货终端 7990 家, 终端订单稳步增长。截至上半年末, 五粮液经销商共计 2510 家, 同比减少 20 家; 系列酒经销商 1077 家, 同比增加 127 家; 专卖店 1768 家, 较年初减少 18 家。
- **平台公司贡献提升, 稳定收入基本盘。**年初, 公司成立多家平台公司进行销售模式优化, 上半年前五大经销商销售合计 300.61 亿元, 占销售总额的 56.96%, 较 2024 年大幅提升。因此公司合同负债在季度间的波动收窄, 上半年末合同负债 100.77 亿元, 环比减少 0.89 亿元, 其中前五名合同负债余额合计 36.67 亿元, 占比 36.39%。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为, 越是在行业调整期, 五粮液的品牌力优势越是凸显, 存量竞争市场将会进一步向头部集中, 公司平台模式有助于稳定基本盘。我们预计公司 2025-2027 年摊薄每股收益分别为

7.93 元、8.28 元、8.81 元，维持对公司的“买入”评级。

- **风险因素：**宏观环境不确定风险；有效需求恢复不及预期风险；行业竞争加剧风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	83,272	89,175	89,342	91,862	95,959
增长率 YoY %	12.6%	7.1%	0.2%	2.8%	4.5%
归属母公司净利润 (百万元)	30,211	31,853	30,791	32,127	34,196
增长率 YoY%	13.2%	5.4%	-3.3%	4.3%	6.4%
毛利率%	75.8%	77.1%	76.0%	76.1%	76.4%
净资产收益率ROE%	23.3%	23.9%	21.6%	20.9%	20.6%
EPS(摊薄)(元)	7.78	8.21	7.93	8.28	8.81
市盈率 P/E(倍)	18.03	17.07	15.82	15.16	14.24
市净率 P/B(倍)	4.20	4.08	3.42	3.17	2.93

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	147,182	165,783	170,310	183,487	198,503	
货币资金	115,456	127,399	131,374	144,085	158,437	
应收票据	0	10	12	13	13	
应收账款	43	37	49	50	53	
预付账款	169	145	150	153	159	
存货	17,388	18,234	18,765	19,224	19,878	
其他	14,126	19,958	19,960	19,961	19,963	
非流动资产	18,251	22,469	23,460	23,899	24,379	
长期股权投资	2,020	2,082	2,173	2,173	2,173	
固定资产 (合计)	5,190	7,265	7,134	7,044	6,993	
无形资产	2,057	2,671	3,521	3,671	3,821	
其他	8,984	10,451	10,631	11,011	11,391	
资产总计	165,433	188,252	193,769	207,386	222,881	
流动负债	32,683	51,027	46,317	47,482	49,241	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	732	416	469	481	497	
应付账款	8,864	9,077	9,382	9,612	9,939	
其他	23,087	41,533	36,465	37,389	38,805	
非流动负债	400	831	831	831	831	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	400	831	831	831	831	
负债合计	33,084	51,857	47,147	48,313	50,072	
少数股东权益	2,791	3,110	4,226	5,391	6,632	
归属母公司股东权益	129,558	133,285	142,396	153,682	166,178	
负债和股东权益	165,433	188,252	193,769	207,386	222,881	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	83,272	89,175	89,342	91,862	95,959	
同比 (%)	12.6%	7.1%	0.2%	2.8%	4.5%	
归属母公司净利润	30,211	31,853	30,791	32,127	34,196	
同比 (%)	13.2%	5.4%	-3.3%	4.3%	6.4%	
毛利率 (%)	75.8%	77.1%	76.0%	76.1%	76.4%	
ROE%	23.3%	23.9%	21.6%	20.9%	20.6%	
EPS (摊薄)(元)	7.78	8.21	7.93	8.28	8.81	
P/E	18.03	17.07	15.82	15.16	14.24	
P/B	4.20	4.08	3.42	3.17	2.93	
EV/EBITDA	10.70	9.87	8.84	8.19	7.40	

利润表		单位:百万				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	83,272	89,175	89,342	91,862	95,959	
营业成本	20,157	20,461	21,403	21,928	22,673	
营业税金及附加	12,532	13,041	13,044	13,412	14,010	
销售费用	7,796	10,692	11,614	11,483	11,515	
管理费用	3,319	3,555	3,574	3,674	3,838	
研发费用	322	405	402	413	432	
财务费用	-2,473	-2,834	-2,847	-3,030	-3,328	
减值损失合计	-4	2	0	0	0	
投资净收益	58	75	71	73	77	
其他	331	270	268	276	288	
营业利润	42,004	44,200	42,490	44,331	47,183	
营业外收支	-91	-37	-60	-60	-60	
利润总额	41,913	44,163	42,430	44,271	47,123	
所得税	10,392	10,970	10,523	10,979	11,687	
净利润	31,521	33,193	31,908	33,292	35,437	
少数股东损益	1,310	1,340	1,117	1,165	1,240	
归属母公司净利润	30,211	31,853	30,791	32,127	34,196	
EBITDA	40,128	42,240	40,304	41,952	44,491	
EPS (当年)(元)	7.78	8.21	7.93	8.28	8.81	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	41,742	33,940	27,635	34,977	37,515	
净利润	31,521	33,193	31,908	33,292	35,437	
折旧摊销	982	1,219	1,000	1,000	1,000	
财务费用	11	40	0	0	0	
投资损失	-58	-75	-71	-73	-77	
营运资金变动	9,402	541	-5,261	699	1,096	
其它	-116	-979	60	60	60	
投资活动现金流	-2,932	-2,642	-1,360	-767	-763	
资本支出	-2,955	-2,656	-1,560	-860	-860	
长期投资	0	0	-91	0	0	
其他	24	14	291	93	97	
筹资活动现金流	-16,300	-19,622	-22,300	-21,500	-22,400	
吸收投资	23	92	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-15,894	-19,241	-22,300	-21,500	-22,400	
现金流净增加额	22,511	11,676	3,975	12,711	14,352	

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等），深度研究零食量贩业态（万辰集团等）和折扣零售。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4 年食品饮料研究经验。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块）及社区店型扩品类机会（立高食品、百果园等）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。3 年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等）和食品添加剂（深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒）、饮料行业（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、百润股份、欢乐家）、现制饮品板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。