

业绩韧性仍存，期待边际改善

增持(维持)

——五粮液(000858) 2025H1 业绩点评报告

2025年09月01日

报告关键要素:

8月28日，公司发布2025年半年报。

投资要点:

二季度营收承压，增长韧性仍存。2025年上半年，公司实现营业收入527.71亿元(YoY+4.19%)，实现归母净利润194.92亿元(YoY+2.28%)，实现扣非归母净利润194.80亿元(YoY+2.86%)。二季度淡季营收承压，Q2单季实现营业收入158.31亿元(YoY+0.10%)，实现归母净利润47.67亿元(YoY-8.17%)，实现扣非归母净利润46.32亿元(YoY-7.58%)。业绩压力下公司增长韧性仍存，回款情况良好，经营活动现金流同比大幅增长131.88%，主因为上半年公司提升了货款中的现金收取比例。

行业深度调整，中低价位酒成销量主力。分产品：白酒行业处于深度调整期，价格整体下行，中低价位酒更受消费者青睐，公司主动应对调整产品生产结构。2025年上半年，五粮液产品营收409.98亿元，同比增长4.57%，销量同比增长12.75%，均价同比下降7.25%；其他酒产品营收同比增长2.73%，销量大幅增长58.81%，均价同比下降35.31%。**分渠道：**直销渠道表现优于经销渠道，直销收入同比增长8.60%，毛利率提升0.13pct至86.80%；经销收入同比增长1.20%，毛利率下降1.00pct至78.70%。

费用支出平稳，利润率承压。上半年公司费用率与去年同期相比基本持平，利润率受净利增速下滑影响有所回落。**2025H1：**公司毛利率下降0.53pct至76.83%，销售费用率下降0.37pct至10.23%，管理/研发/财务费用率分别为3.24%/0.40%/-2.39%，分别同比-0.19/+0.08/+0.38pct，净利率为38.16%，同比下滑0.99pct。**2025Q2：**毛利率下滑0.32pct至74.70%，销售费用率同比提升1.54pct至18.88%，管理费用率同比微降0.04pct至4.22%，净利率同比下滑2.71pct至30.11%。

盈利预测与投资建议：当前白酒行业处于筑底阶段，随着政策环境向好，叠加三季度“双节”礼赠及餐饮消费场景复苏，需求有望回升。公司作为高端白酒龙头，品牌护城河较深，分红比例提升后中长期投资价值显现。我们根据公司最新业绩调整盈利预测，预计公司2025-2027年

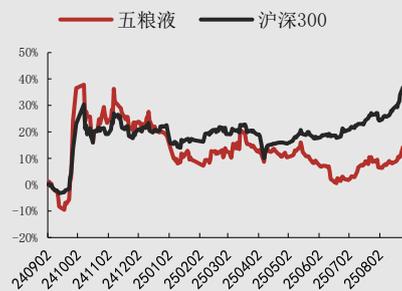
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	89175.18	91775.70	95290.98	99699.29
增长比率(%)	7.09	2.92	3.83	4.63
归母净利润(百万元)	31853.17	32460.74	33541.98	35243.26
增长比率(%)	5.44	1.91	3.33	5.07
每股收益(元)	8.21	8.36	8.64	9.08
市盈率(倍)	15.78	15.49	14.99	14.27
市净率(倍)	3.77	3.03	2.52	2.14

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	3,881.61
流通A股(百万股)	3,881.44
收盘价(元)	129.53
总市值(亿元)	5,027.85
流通A股市值(亿元)	5,027.64

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

2025年平稳开局，渠道优化助力发展
Q3业绩承压，强化股东回报
业绩平稳增长，推进高端布局

分析师:

叶柏良

执业证书编号: S0270524010002

电话: 18125933783

邮箱: yebli@wlzq.com.cn

实现归母净利润 324.61/335.42/352.43 亿元（更新前为 336.06/358.92/385.54 亿元），同比增长 1.91%/3.33%/5.07%，对应 EPS 为 8.36/8.64/9.08 元/股，8 月 29 日收盘价对应 PE 为 15.49/14.99/14.27 倍，维持公司“增持”评级。

风险因素：政策风险、高端酒需求不及预期风险、行业竞争加剧风险。

利润表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	89175	91776	95291	99699
同比增速 (%)	7.09	2.92	3.83	4.63
营业成本	20461	21148	22274	23314
毛利	68714	70627	73017	76385
营业收入 (%)	77.05	76.96	76.62	76.62
税金及附加	13041	13537	14063	14689
营业收入 (%)	14.62	14.75	14.76	14.73
销售费用	10692	11472	12388	12961
营业收入 (%)	11.99	12.50	13.00	13.00
管理费用	3555	3683	3812	3990
营业收入 (%)	3.99	4.01	4.00	4.00
研发费用	405	459	476	498
营业收入 (%)	0.45	0.50	0.50	0.50
财务费用	-2834	-3185	-3816	-4700
营业收入 (%)	-3.18	-3.47	-4.00	-4.71
资产减值损失	2	-8	-5	-6
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	274	350	395	0
投资收益	75	96	104	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-3	2	2	0
营业利润	44200	45101	46590	48941
营业收入 (%)	49.57	49.14	48.89	49.09
营业外收支	-37	-66	-65	-56
利润总额	44163	45035	46525	48885
营业收入 (%)	49.52	49.07	48.82	49.03
所得税费用	10970	11163	11541	12126
净利润	33193	33872	34984	36759
营业收入 (%)	37.22	36.91	36.71	36.87
归属于母公司的净利润	31853	32461	33542	35243
同比增速 (%)	5.44	1.91	3.33	5.07
少数股东损益	1340	1411	1442	1516
EPS (元/股)	8.21	8.36	8.64	9.08

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	8.21	8.36	8.64	9.08
BVPS	34.34	42.70	51.34	60.42
PE	15.78	15.49	14.99	14.27
PEG	2.90	8.12	4.50	2.81
PB	3.77	3.03	2.52	2.14
EV/EBITDA	9.81	8.34	7.36	6.30
ROE	23.90%	19.58%	16.83%	15.03%
ROIC	22.62%	18.40%	15.59%	13.68%

资产负债表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	127399	152638	188018	223545
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	48	72	63	68
存货	18234	18602	19615	20564
预付款项	145	160	168	175
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	19958	21610	21065	22539
流动资产合计	165783	193084	228929	266891
长期股权投资	2082	2137	2186	2239
固定资产	7265	8078	8826	9518
在建工程	5795	6126	6652	7121
无形资产	2671	3352	4272	4986
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	3397	3150	3150	3150
其他非流动资产	1257	1261	1132	1044
资产总计	188252	217190	255149	294951
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9493	9839	10394	10858
预收账款	9	15	14	14
合同负债	11690	11097	11234	12074
应付职工薪酬	4575	4373	4676	4923
应交税费	7287	7149	7503	7872
其他流动负债	17972	13666	15293	16418
流动负债合计	51027	46139	49114	52158
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	194	144	144	144
其他非流动负债	637	640	640	640
负债合计	51857	46923	49897	52941
归属于母公司的所有者权益	133285	165746	199288	234531
少数股东权益	3110	4521	5963	7479
股东权益	136395	170267	205251	242010
负债及股东权益	188252	217190	255149	294951

现金流量表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	33940	27367	37648	37697
投资	0	-55	-49	-54
资本性支出	-2656	-1969	-2324	-2117
其他	14	-84	104	0
投资活动现金流净额	-2642	-2108	-2268	-2170
债权融资	0	-25	0	0
股权融资	92	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-19241	0	0	0
其他	-473	5	0	0
筹资活动现金流净额	-19622	-20	0	0
现金净流量	11676	25239	35380	35527

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场