



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	128.87
总股本/流通股本(亿股)	38.82 / 38.81
总市值/流通市值(亿元)	5,002 / 5,002
52周内最高/最低价	164.05 / 107.69
资产负债率(%)	27.5%
市盈率	15.70
第一大股东	宜宾发展控股集团有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

五粮液(000858)

收入略超预期，现金流表现优异

● 投资要点

公司发布 2025 年中报,实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 527.71/194.92/194.8 亿元,同比+4.19%/+2.28%/+2.86%。25H1,公司毛利率/归母净利率为 76.83%/36.94%,分别同比-0.53/-0.69pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 10.23%/3.25%/0.4%,分别同比-0.37/-0.19/+0.08pct。25H1 销售收现 694.67 亿元,同比 39.92%,经现净额 311.37 亿元,同比增长 131.88%。25H1 末合同负债(预收款)100.77 亿元,同比增加 19.20 亿元、环比减少 0.89 亿元(去年同口径环比增加 31.10 亿元)。25H1 公司毛利率略有下滑,主因酒类产品结构承压,均价有所下滑。预计上半年 1618 和 39 度五粮液增速快于平均水平。现金流表现良好,主因上半年货款中现金收取比例较高,去年同期银行承兑汇票收取比例较高。

公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 158.31/46.32/46.18 亿元,同比 0.1%/-7.58%/-5.75%。25Q2,公司毛利率/归母净利率为 74.69%/29.26%,分别同比-0.32/-2.43pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 18.88%/4.22%/0.68%,分别同比 1.54/-0.04/0.2pct。单二季度销售费用率提升明显,预计主因公司在销售承压的环境下加大了促销投入力度。

分产品看,25H1 五粮液/其他酒分别实现营收 409.98/81.22 亿元,同比 4.57%/2.73%。25H1 五粮液/其他酒分别实现销量 2.73/8.60 万吨,同比 12.75%/58.81%;吨价 150.30/9.44 万元,同比-7.25%/-35.31%。分地区看,25H1 东部/南部/北部分别实现营收 201.09/218.86/71.24 亿元,同比 7.88%/1.93%/1.82%。

产品端,上半年公司完成饮用型一帆风顺、祝君金榜题名等新产品上市,加快推进 29 度五粮液上市发布;第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~~上海~~成都、广州、深圳等样板市场。渠道端,公司新增进货终端 7990 家;抢抓宴席消费场景,上半年开展宴席场数及开瓶扫码同比均保持两位数增长,服务消费者超过 283 万人次;成功开发企业型客户 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。25H1 五粮液经销商数量 2510 家,同比减少 20 家;五粮浓香经销商数量 1077 家,同比增加 127 家。

● 盈利预测与投资评级

预计公司 2025-2027 年实现营收 901.51/939.63/1006.81 亿元,同比增长 1.09%/4.23%/7.15%;实现归母净利润 315.08/329.13/357.03 亿元,同比增长-1.08%/4.46%/8.48%,对应

EPS 为 8.12/8.48/9.20 元，对应当前股价 PE 为 16/15/14 倍，公司 25 年预期股息率达到 4.41%，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

食品安全风险；市场竞争加剧风险；需求复苏不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	892	902	940	1007
增长率(%)	7.09	1.09	4.23	7.15
EBITDA（亿元）	425.18	410.81	430.20	464.30
归属母公司净利润（亿元）	318.53	315.08	329.13	357.03
增长率(%)	5.44	-1.08	4.46	8.48
EPS(元/股)	8.21	8.12	8.48	9.20
市盈率（P/E）	15.78	15.96	15.28	14.08
市净率（P/B）	3.77	3.52	3.29	3.08
EV/EBITDA	9.81	8.76	8.10	7.70

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(亿元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成				
营业收入	892	902	940	1007	营业收入	7.1%	1.1%	4.2%	7.1%
营业成本	205	212	221	235	营业利润	5.2%	-0.9%	4.4%	8.5%
税金及附加	130	132	137	147	归属于母公司净利润	5.4%	-1.1%	4.5%	8.5%
销售费用	107	112	115	120	获利能力				
管理费用	36	36	37	40	毛利率	77.1%	76.5%	76.5%	76.7%
研发费用	4	5	5	5	净利率	35.7%	34.9%	35.0%	35.5%
财务费用	-28	-29	-29	-32	ROE	23.9%	22.1%	21.6%	21.9%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	22.6%	20.7%	20.2%	20.3%
营业利润	442	438	458	496	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	27.5%	20.1%	19.5%	1.3%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	3.25	4.47	4.64	104.65
利润总额	442	437	457	495	营运能力				
所得税	110	108	113	123	应收账款周转率	2229.55	2158.86	1992.99	4184.35
净利润	332	329	343	373	存货周转率	1.15	1.16	1.18	1.19
归母净利润	319	315	329	357	总资产周转率	0.50	0.48	0.49	0.54
每股收益(元)	8.21	8.12	8.48	9.20	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	8.21	8.12	8.48	9.20
货币资金	1274	1278	1393	1302	每股净资产	34.34	36.77	39.32	42.07
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	0	0	0	0	PE	15.78	15.96	15.28	14.08
预付款项	1	2	2	2	PB	3.77	3.52	3.29	3.08
存货	182	183	190	202	现金流量表				
流动资产合计	1658	1620	1748	1510	净利润	332	329	343	373
固定资产	73	71	70	69	折旧和摊销	12	3	3	1
在建工程	58	58	58	58	营运资本变动	5	-105	0	-214
无形资产	27	27	27	27	其他	-10	2	0	0
非流动资产合计	225	223	221	220	经营活动现金流净额	339	229	347	159
资产总计	1883	1842	1970	1730	资本开支	-27	-3	-3	-1
短期借款	0	0	0	0	其他	0	-1	1	1
应付票据及应付账款	95	97	101	0	投资活动现金流净额	-26	-4	-2	0
其他流动负债	415	265	276	14	股权融资	1	0	0	0
流动负债合计	510	362	377	14	债务融资	0	0	0	0
其他	8	8	8	8	其他	-197	-221	-230	-250
非流动负债合计	8	8	8	8	筹资活动现金流净额	-196	-221	-230	-250
负债合计	519	370	385	22	现金及现金等价物净增加额	117	4	115	-91
股本	39	39	39	39					
资本公积金	27	27	27	27					
未分配利润	877	924	973	1027					
少数股东权益	31	45	59	75					
其他	391	438	487	541					
所有者权益合计	1364	1472	1585	1708					
负债和所有者权益总计	1883	1842	1970	1730					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	市强	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行

楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048