

# 五粮液：逆势下稳健增长

五粮液 (000858.SZ)

## 核心观点

2025年上半年公司营收 527.71 亿 (+4.19%)，归母净利润 194.92 亿 (+2.28%)，白酒收入 491 亿 (+4.26%)。直销收入 212 亿 (+8.6%) 亮眼，毛利率略降，五粮液集团增持公司股份 476.37 万股，增持计划尚未完毕。上半年，公司紧扣“营销执行提升年”总定位，持续深化“抓动销、稳价格、提费效、转作风”营销方针，五粮液品牌市场地位不断巩固，顺利实现“双过半”目标。我们继续看好五粮液作为浓香龙头的发展前景。

## 事件

公司发布 2025 年半年度报告。

2025 年上半年公司实现营业总收入 527.71 亿元 (+4.19%)；实现归母净利润 194.92 亿元 (+2.28%)；

其中 Q2 实现营业总收入 158.31 亿元 (+0.1%)；实现归母净利润 46.32 亿元 (-7.58%)。

## 简评

直销发力顺利完成半年度任务，持续彰显龙头韧性

具体来看，上半年公司实现白酒收入 491 亿元，同比增长 4.26%。

其中五粮液酒 410 亿元，同比增长 4.57%，销量 27278 吨，增长 13%，单吨收入 150 万元，下降 7%；浓香系列酒 81 亿元，同比增长 2.73%，销量 86005 吨，增长 59%，单吨收入 9 万元，下降 35%。

分渠道角度，经销模式实现收入 279 亿，同比增长 1.2%，经销商数量 3587 家，增长 3%，单经销商销售额 779 万元，下降 2%。直销模式实现收入 212 亿元，同比增长 8.6% 表现亮眼。

分区域角度，东部 201 亿 (+7.88%)，南部 219 亿 (+1.93%)，北部 71 亿 (+1.82%)。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘瑞宇

liuruiyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100003

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

010-56135272

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 09 月 02 日

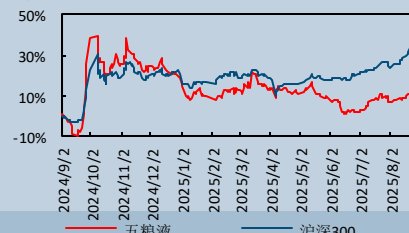
当前股价：129.53 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.41/-2.82	2.06/-13.45	13.62/-22.34
12 月最高/最低价 (元)		164.05/107.69
总股本 (万股)		388,160.80
流通 A 股 (万股)		388,144.45
总市值 (亿元)		5,027.85
流通市值 (亿元)		5,027.64
近 3 月日均成交量 (万)		2102.36
主要股东		
宜宾发展控股集团有限公司		34.43%

## 股价表现



**产品结构调整毛利率小幅下降，市场营销力度进一步加强，盈利能力小幅下降**

2025 年上半年（25H1）及第二季度（25Q2）毛利率分别为 76.83%/74.69%，同比下滑 0.53/0.32 个百分点，主要因产品结构下移及货折力度加大拉低毛利水平。25H1 销售费用率/管理费用率分别为 10.23%/3.25%，同比下降 0.37/0.19 个百分点；25Q2 两项费用率分别为 18.88%/4.22%，其中销售费用率同比提升 1.54 个百分点，主因促销投入增加及销量大幅增长带动仓储物流费用上升。25H1/25Q2 归母净利率分别为 36.94%/29.26%，其中 Q2 同比下滑 2.43 个百分点，受毛利承压与费用高企双重影响。

**“抓动销、稳价格、提费效、转作风”，持续巩固五粮液品牌**

上半年，公司紧扣“营销执行提升年”总定位，持续深化“抓动销、稳价格、提费效、转作风”营销方针，五粮液品牌市场地位不断巩固，顺利实现“双过半”目标。公司推进 29 度五粮液上市，邀请邓紫棋代言，发力年轻群体营造品牌氛围。渠道端，聚焦渠道建设精耕细作，新增进货终端 7,990 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。

**业绩稳健+增持股票+股息率托底，下半年公司资本市场表现有望维持稳定**

五粮液集团公司于 2025 年 4 月 9 日再次启动实施增持公司股票，截至 2025 年 7 月 12 日累计增持公司股份 4,763,666 股，占公司总股本 0.12%，增持金额为 61,352.04 万元。截至目前本次增持计划尚未实施完毕，五粮液集团公司将按照增持计划继续实施增持。此外，公司持续加大股东回报，2024 年分红比率达 70% 创上市以来新高，当前公司股息率达到 4% 以上。业绩稳健+增持股票+股息率托底，下半年公司资本市场表现有望维持稳定。

**盈利预测与投资建议：根据最新中报情况，更新公司盈利预测。** 预计公司 2025-2027 年实现对应 EPS 分别为 8.23/8.65/9.10 元；对应 2025-2027 年动态 PE 分别为 15.73X、14.97X、14.24X。

**风险提示：**居民消费需求复苏不及预期，近 2 年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期。经济复苏不及预期，若企业的现金流改善节奏慢于预期，公司产品在高端商务用酒消费场景的需求复苏节奏可能不及预期。食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。股价异动风险。资本市场情绪波动，对公司预期产生变化，存在可能出现股价异常波动的情形。

**重要财务指标**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272.07	89,175.18	90,034.19	93,504.57	98,016.08
YoY(%)	12.58	7.09	0.96	3.85	4.82
净利润(百万元)	30,210.59	31,853.17	31,964.81	33,584.94	35,306.44
YoY(%)	13.19	5.44	0.35	5.07	5.13
毛利率(%)	75.79	77.05	76.42	76.99	77.11

销售净利率(%)	36.28	35.72	35.50	35.92	36.02
ROE(%)	23.32	23.90	22.37	21.96	21.59
EPS(摊薄/元)	7.78	8.21	8.23	8.65	9.10
P/E(倍)	16.64	15.78	15.73	14.97	14.24
P/B(倍)	3.88	3.77	3.52	3.29	3.07

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘瑞宇

上海财经大学经济学学士、香港大学经济学硕士，2021 年 10 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，专注白酒行业研究，拥有跨行业复合研究经验

### 夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk