

2025 年 09 月 02 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

营收稳中有增，产品渠道双轮驱动

—五粮液（000858.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-09-02

当前股价（元）	128.56
总市值（亿元）	4990
总股本（百万股）	3882
流通股本（百万股）	3881
52 周价格范围（元）	107.69-164.05
日均成交额（百万元）	3097.47

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《五粮液（000858）：Q1 略超预期，期待渠道改革成效》2025-05-07
- 2、《五粮液（000858）：营销执行提升年，稳定压倒一切》2024-12-19
- 3、《五粮液（000858）：浓香龙头迎复兴，酒业大王向前看》2024-12-06

2025 年 8 月 27 日，五粮液发布 2025 年半年度业绩公告。2025H1 总营收 527.71 亿元（同增 4%），归母净利润 194.92 亿元（同增 2%），扣非净利润 194.80 亿元（同增 3%）。其中 2025Q2 总营收 158.31 亿元（同增 0.1%），归母净利润 46.32 亿元（同减 8%），扣非净利润 46.18 亿元（同减 6%）。

投资要点

■ 营收稳中有增，研发挤占利润

2025Q2 公司毛利率同减 0.3pct 至 74.69%，稳中微降；销售费用率同增 2pct 至 18.88%，主要系公司坚持“营销执行提升年”的总定位，加大品牌营销推广费投所致；管理费用率同减 0.04pct 至 4.22%；净利率同减 3pct 至 30.11%，主要系公司持续加大对生产工艺等科研项目投入所致。公司营收稳中有增，在积极的销售策略加持下，上半年实现“双过半”目标，全年业绩有望稳健增长。

■ 酒业销量增势延续，产品矩阵持续发力

分产品看，2025H1 公司五粮液/其他酒产品收入分别同增 5%/3%至 409.98/81.22 亿元，销量分别同比增 13%/59%，吨价分别同减 7%/35%至 150.30/9.44 万元/吨，总体呈现量增价跌态势。上半年公司积极推进产品换新，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，同时五粮液 1618、39 度五粮液开瓶量和宴席场次稳定增长，共同为公司业务贡献增量。

■ 渠道布局持续完善，市场份额稳步提升

分渠道看，2025H1 公司经销/直销渠道收入分别同增 1%/9%至 279.25/211.95 亿元，五粮液/五粮浓香酒经销商数量分别同比-20/+127 家至 2510/1077 家。公司聚焦渠道建设精耕，新增进货终端 7990 家，上半年开展宴席场数及开瓶扫码同比均保持两位数增长；成功开发企业型客户 60 家；“三店一家”合计新增 242 家，填补 18 个空白区县；并在 20 个核心城市实行终端直配，终端订单稳步增长。

■ 盈利预测

我们看好公司维护价格体系决心，渠道信心恢复中，加速公

司品牌价值回归。根据 2025 年半年报，我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 8.29/8.65/9.13（前值为 8.67/9.26/10.00）元，当前股价对应 PE 分别为 16/15/14 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、旺季增长不及预期、批价上行不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	89,175	90,517	94,545	99,621
增长率（%）	7.1%	1.5%	4.4%	5.4%
归母净利润（百万元）	31,853	32,184	33,585	35,433
增长率（%）	5.4%	1.0%	4.4%	5.5%
摊薄每股收益（元）	8.21	8.29	8.65	9.13
ROE（%）	23.4%	20.7%	19.2%	18.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	127,399	147,644	168,161	189,923
应收款	95	124	181	246
存货	18,234	17,351	17,383	17,362
其他流动资产	20,056	15,388	15,127	14,943
流动资产合计	165,783	180,507	200,853	222,474
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	7,262	10,253	10,960	10,786
在建工程	5,793	2,317	927	371
无形资产	2,671	2,538	2,404	2,277
长期股权投资	2,082	2,132	2,172	2,202
其他非流动资产	4,661	4,661	4,661	4,661
非流动资产合计	22,469	21,901	21,124	20,297
资产总计	188,252	202,408	221,977	242,770
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	9,493	9,640	9,714	9,766
其他流动负债	29,844	29,844	29,844	29,844
流动负债合计	51,027	46,427	46,292	46,160
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	831	831	831	831
非流动负债合计	831	831	831	831
负债合计	51,857	47,258	47,123	46,991
所有者权益				
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
股东权益	136,395	155,150	174,854	195,780
负债和所有者权益	188,252	202,408	221,977	242,770

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	33193	33560	34985	36871
少数股东权益	1340	1376	1399	1438
折旧摊销	710	618	810	851
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-1304	922	37	9
经营活动现金净流量	33940	36475	37232	39168
投资活动现金净流量	-2642	434	644	701
筹资活动现金净流量	-11053	-14805	-15281	-15945
现金流量净额	20,245	22,105	22,594	23,924

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	89,175	90,517	94,545	99,621
营业成本	20,461	21,788	23,235	24,663
营业税金及附加	13,041	13,397	14,087	14,943
销售费用	10,692	11,043	11,345	11,954
管理费用	3,555	3,621	3,876	4,184
财务费用	-2,834	-4,134	-4,709	-5,318
研发费用	405	411	429	452
费用合计	11,819	10,941	10,943	11,273
资产减值损失	2	-3	-2	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	75	45	40	30
营业利润	44,200	44,584	46,419	48,850
加：营业外收入	40	35	30	25
减：营业外支出	77	50	50	40
利润总额	44,163	44,569	46,399	48,835
所得税费用	10,970	11,008	11,414	11,965
净利润	33,193	33,560	34,985	36,871
少数股东损益	1,340	1,376	1,399	1,438
归母净利润	31,853	32,184	33,585	35,433

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	7.1%	1.5%	4.4%	5.4%
归母净利润增长率	5.4%	1.0%	4.4%	5.5%
盈利能力				
毛利率	77.1%	75.9%	75.4%	75.2%
四项费用/营收	13.3%	12.1%	11.6%	11.3%
净利率	37.2%	37.1%	37.0%	37.0%
ROE	23.4%	20.7%	19.2%	18.1%
偿债能力				
资产负债率	27.5%	23.3%	21.2%	19.4%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	939.6	730.0	521.4	405.6
存货周转率	1.1	2.0	2.1	2.3
每股数据(元/股)				
EPS	8.21	8.29	8.65	9.13
P/E	15.7	15.5	14.9	14.1
P/S	5.6	5.5	5.3	5.0
P/B	3.7	3.3	3.0	2.6

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。