

公司点评 (R3)

五粮液 (000858.SZ)

食品饮料 | 白酒 II

收入稳健，深化渠道变革

2025年08月28日

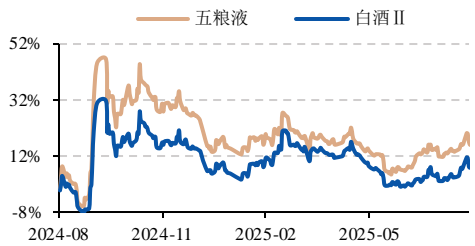
评级 买入

评级变动 首次

交易数据

当前价格 (元)	125.47
52周价格区间 (元)	107.69-164.05
总市值 (百万)	487025.36
流通市值 (百万)	487004.84
总股本 (万股)	388160.80
流通股 (万股)	388144.45

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
五粮液	1.56	2.02	12.07
白酒 II	2.04	-1.72	5.76

胡跃才

分析师

执业证书编号:S0530525070001
huyuecai@hncshasing.com

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	832.72	891.75	897.11	930.79	968.65
归母净利润 (亿元)	302.11	318.53	317.86	334.43	351.41
每股收益 (元)	7.78	8.21	8.19	8.62	9.05
每股净资产 (元)	33.38	34.34	36.78	39.66	42.69
P/E	16.12	15.29	15.32	14.56	13.86
P/B	3.76	3.65	3.41	3.16	2.94

资料来源: iFinD, Wind, 财信证券

投资要点:

- **事件:** 公司公布 2025 年半年报, 2025H1 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 527.71/194.92/194.80 亿元, 同比+4.19%/+2.28%/+2.86%。其中, 2025Q2 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 158.31/46.32/46.18 亿元, 同比+0.10%/-7.58%/-5.75%。
- **收入端: 稳健增长, 直营表现强于经销渠道。** (1) 分产品: 2025H1 公司五粮液/其他酒产品分别实现收入 409.98/81.22 亿元, 同比+4.57% (量+12.75%/价-7.25%)/+2.73% (量+58.81%/价-35.31%), 2025H1 五粮液/其他酒产品毛利率分别同比-0.24/-1.49pp, 2025H1 公司五粮液产品量增价减, 预计主要因为五粮液 1618、39 度五粮液增长好于整体导致产品结构变化, 其他白酒销量大幅提升、吨价大幅降低, 主要因为白酒行业处于深度调整期, 中低价位酒更受消费者青睐, 相关产品销量相应增加。 (2) 分渠道: 2025H1 公司经销/直营模式实现营收 279.25/211.95 亿元, 同比+1.20%/+8.60%, 前五大经销商收入占比从 2024H1 的 21% 提升至 2025H1 的 57%, 反映出部分经销商的经营压力。 (3) **现金流:** 截至 2025Q2 末, 公司合同负债为 100.77 亿元, 同比/环比+19.20/-0.89 亿元; 2025H1/2025Q2 销售收现 694.67/312.33 亿元, 同比+39.92%/+12.03%, 销售收现增幅大幅高于收入表现, 我们认为主要因为公司承兑汇票到期导致现金收入增加, 公司 2025Q2 应收账款融资环比减少 154.10 亿元。
- **利润端: 毛利率、盈利能力同步略有降低。** 2025H1 公司归母净利润率/扣非归母净利润率分别同比-0.69/-0.48pp 至 36.94%/36.91%, 其中 2025Q2 归母净利润率/扣非归母净利润率分别同比-2.43/-1.81pp 至 29.26%/29.17%。 (1) **毛利率:** 2025H1 公司毛利率同比-0.53pp 至 76.83%, 其中 2025Q2 公司毛利率同比-0.32pp 至 74.69%, 行业需求不振, 产品结构向下以及价格促销提升导致毛利率降低。 (2) **期间费用率:** 2025H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.37/-0.19/+0.08/+0.38pp 至 10.23%/3.25%/0.40%/-2.39%, 其中 2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.54/-0.04/+0.20/+0.50pp 至 18.88%/4.22%/0.68%/-3.81%, 2025Q2 销售费用率提升明显, 我们预计主要因为白酒需求承压下公司加大费用投入所致。
- **投资建议:** 公司持续深化“抓动销、稳价格、提费效、转作风”的营销方针,

不断进行渠道变革，今年以来成立酒类销售公司以稳定价格、平衡供需，短期内行业需求仍有压力，但公司作为高端白酒头部品牌，持续挖掘新场景和需求，我们看好公司长期发展能力。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 897.11、930.79、968.65 亿元，同比+0.60%、+3.75%、+4.07%，归母净利润分别为 317.86、334.43、351.41 亿元，同比-0.21%、+5.21%、+5.08%，当前股价对应的 PE 为 15.3、14.6、13.9 倍。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

- 风险提示：消费需求不及预期，行业竞争加剧，食品安全问题等。

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	主要指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	83272.07	89175.18	89710.78	93078.85	96864.72	营业总收入	83272.07	89175.18	89710.78	93078.85	96864.72
减: 营业成本	20157.14	20461.42	20614.53	21290.63	22011.96	增长率(%)	12.58%	7.09%	0.60%	3.75%	4.07%
营业税金及附加	12531.70	13040.91	13119.24	13611.78	14165.43	归属母公司股东净利润	30210.59	31853.17	31785.88	33443.42	35140.79
营业费用	7796.30	10692.38	10765.29	10704.07	10655.12	增长率(%)	13.19%	5.44%	-0.21%	5.21%	5.08%
管理费用	3319.45	3555.24	3576.59	3710.87	3861.81	每股收益(EPS)	7.78	8.21	8.19	8.62	9.05
研发费用	321.85	405.05	407.49	422.79	439.98	每股股利(DPS)	4.67	5.74	5.73	6.03	6.34
财务费用	-2473.17	-2833.53	-2755.66	-3036.91	-3153.39	每股经营现金流	10.75	8.74	12.25	8.75	9.22
减值损失	-4.71	0.36	-0.04	-0.24	-0.27	毛利率	75.79%	77.05%	77.02%	77.13%	77.28%
加: 投资收益	57.62	75.20	77.75	80.65	83.66	净利率	37.85%	37.22%	37.01%	37.59%	38.07%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	23.32%	23.90%	22.26%	21.72%	21.21%
其他经营损益	331.94	270.82	109.00	100.00	100.00	投入资本回报率(ROIC)	119.39%	181.53%	316.88%	-647.78%	-678.31%
营业利润	42003.66	44200.08	44170.01	46556.04	49067.21	市盈率(P/E)	16.12	15.29	15.32	14.56	13.86
加: 其他非经营损益	-90.98	-36.75	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	3.76	3.65	3.41	3.16	2.94
利润总额	41912.68	44163.33	44170.01	46556.04	49067.21	股息率(分红/股价)	3.72%	4.58%	4.57%	4.81%	5.05%
减: 所得税	10391.90	10969.86	10971.53	11564.20	12187.96	主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	31520.78	33193.46	33198.49	34991.84	36879.25	收益率					
减: 少数股东损益	1310.19	1340.29	1412.61	1548.42	1738.47	毛利率	75.79%	77.05%	77.02%	77.13%	77.28%
归属母公司股东净利润	30210.59	31853.17	31785.88	33443.42	35140.79	三费/营业总收入	10.77%	13.25%	13.37%	12.68%	12.19%
资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EBIT/营业总收入	47.36%	46.35%	46.16%	46.76%	47.40%
货币资金	115456.30	127398.92	151845.46	163493.05	175997.54	EBITDA/营业总收入	48.54%	47.71%	47.66%	48.00%	48.56%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	37.85%	37.22%	37.01%	37.59%	38.07%
应收和预付款项	14298.52	19758.92	4126.42	4280.65	4453.73	资产获利率					
其他应收款(合计)	39.62	47.26	47.55	49.33	51.34	ROE	23.32%	23.90%	22.26%	21.72%	21.21%
存货	17387.84	18233.70	18370.47	18974.45	19618.84	ROA	19.05%	17.63%	16.75%	16.54%	16.35%
其他流动资产	0.00	344.50	344.50	344.50	344.50	ROIC	119.39%	181.53%	316.88%	-647.78%	-678.31%
长期股权投资	2020.37	2081.61	2159.36	2240.01	2323.67	资本结构					
金融资产投资	2021.57	2082.81	2160.56	2241.21	2324.87	资产负债率	20.00%	27.55%	26.25%	25.40%	24.63%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	10.29%	5.20%	-2.54%	-2.40%	-2.37%
固定资产和在建工程	10813.27	13059.91	14631.00	15814.63	16721.18	带息债务/总负债	0.35%	0.76%	1.21%	1.17%	1.13%
无形资产和使用权资产	2185.30	3469.17	2847.30	2485.43	2234.99	流动比率	450.33%	324.90%	342.81%	355.35%	367.86%
其他非流动资产	1210.18	1775.41	1684.57	1595.88	1507.29	速动比率	397.13%	288.49%	306.09%	318.67%	331.22%
资产总计	165432.98	188252.22	198217.18	211519.15	225577.97	股利支付率	60.00%	70.01%	70.01%	70.01%	70.01%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	40.00%	29.99%	29.99%	29.99%	29.99%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	32004.90	49561.28	49914.85	51607.79	53439.24	总资产周转率	0.50	0.47	0.45	0.44	0.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	16.04	12.28	9.43	8.18	7.51
其他负债	1078.70	2296.14	2122.52	2122.52	2122.52	应收账款周转率	1952.57	2387.77	2387.77	2387.77	2387.77
负债合计	33083.61	51857.42	52037.37	53730.31	55561.76	存货周转率	1.16	1.12	1.12	1.12	1.12
股本	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61	估值指标					
资本公积	2682.65	2682.65	2682.65	2682.65	2682.65	EBIT	39439.51	41329.79	41414.35	43519.13	45913.82
留存收益	122993.99	126721.03	136207.07	147397.76	159125.41	EBITDA	40421.64	42549.20	42752.42	44679.60	47036.82
归属母公司股东权益	129558.24	133285.28	142771.33	153962.02	165689.66	NOPLAT	29509.96	30900.72	31045.39	32634.12	34433.99
少数股东权益	2791.13	3109.51	3408.48	3826.82	4326.55	净利润	31520.78	33193.46	33198.49	34991.84	36879.25
股东权益合计	132349.37	136394.79	146179.81	157788.84	170016.21	EPS	7.78	8.21	8.19	8.62	9.05
负债和股东权益合计	165432.98	188252.22	198217.18	211519.15	225577.97	BPS	33.38	34.34	36.78	39.66	42.69
现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	PE	16.12	15.29	15.32	14.56	13.86
经营性现金净流量	41742.48	33939.76	47552.16	33967.69	35777.17	PEG	4.68	4.59	2.58	2.68	2.86
投资性现金净流量	-2931.83	-2642.22	-2274.19	-1974.19	-1774.19	PB	3.76	3.65	3.41	3.16	2.94
筹资性现金净流量	-16300.23	-19622.48	-20831.43	-20345.90	-21498.50	PS	5.85	5.46	5.43	5.23	5.03
现金流量净额	22511.04	11675.59	24446.54	11647.60	12504.49	PCF	11.67	14.35	10.24	14.34	13.61

资料来源: 财信证券, Wind, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本报告风险等级定为 R3，由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供本公司客户中风险评级高于 R3 级（含 R3 级）的投资者使用。本报告对于接收报告的客户而言属于高度机密，只有符合条件的客户才能使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和個人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438