开源证券

五粮液（000858.SZ）

2025 年 09 月 03 日

增长承压，又到量价平衡关键节点

——公司信息更新报告

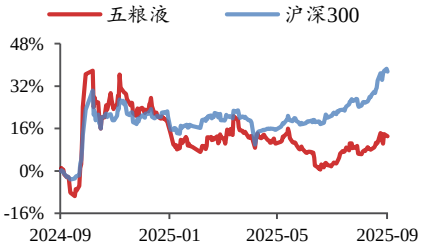
投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（分析师）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790521060002

日期	2025/9/2
当前股价(元)	128.56
一年最高最低(元)	178.76/106.33
总市值(亿元)	4,990.20
流通市值(亿元)	4,989.99
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	38.81
近 3 个月换手率(%)	36.67

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《开局状态良好，渠道酝酿积极变化—公司信息更新报告》-2025.5.2

● **收入增长承压，下半年继续控量挺价，维持“买入”评级**

公司 2025H1 实现收入 527.7 亿元，同比+4.2%，归母净利润 195.0 亿元，同比+2.28%。Q2 营业总收入 158.3 亿元，同比+0.1%，归母净利润 46.3 亿元，同比-7.6%。收入业绩符合预期。我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 320.3、328.6、343.8 亿元，同比分别+0.5%、+2.6%、+4.6%，EPS 分别为 8.25、8.47、8.86 元，当前股价对应 PE 分别为 15.6、15.2、14.5 倍，公司年初对普五控量挺价，力争改善经销商利润，但 5 月份政策影响下效果一般，下半年公司普五继续控量，但会明显加大 1618 和低度五粮液的投入力度，积极抢占竞品份额，预计能对全年收入有明显拉动作用。此外，公司承诺 2024-2026 年度公司每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 70%，且分红总额不低于 200 亿元，股息率达 4%，具有较高配置价值，维持“买入”评级。

● **五粮液产品和系列酒产品均有压力，以价换量明显**

2025H1 五粮液产品 410 亿元，同比+4.6%，其中销量/吨价同比分别+12.8%/-7.3%，上半年经典五粮液严格控量，较低价位五粮液产品增长较快，影响整体结构。其他酒产品收入 81.2 亿元，同比+2.7%，其中销量/吨价同比+58.8%/-35.3%。

● **销售收现与收入吻合，合同负债维持较高水平**

2025Q2 末合同负债余额 100.8 亿元，同比增长 19.2 亿元，环比减少 0.9 亿；Q2 收现 312.33 亿元、同增 12.03%，主要系 2025 年初对现金回款给予激励，导致经销商年初现金回款比例较高。

● **毛利率下降，费用率提升，盈利能力受影响**

2025Q2 毛利率为 74.69%，同比-0.32pct，主要是产品均价下降明显。Q2 销售费用率同比+1.54pct，主要是市场竞争加大大，促销费用明显增加。Q2 归母净利率为 29.26%，同比-2.43pct。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	91,445	94,166	98,257
YOY(%)	12.6	7.1	2.5	3.0	4.3
归母净利润(百万元)	30,211	31,853	32,026	32,859	34,382
YOY(%)	13.2	5.4	0.5	2.6	4.6
毛利率(%)	75.8	77.1	75.9	75.2	75.4
净利率(%)	37.9	37.2	36.6	36.5	36.5
ROE(%)	23.8	24.3	21.2	19.3	18.1
EPS(摊薄/元)	7.78	8.21	8.25	8.47	8.86
P/E(倍)	16.5	15.7	15.6	15.2	14.5
P/B(倍)	3.9	3.7	3.3	2.9	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	147182	165783	178667	209112	221072
现金	115456	127399	138313	168422	179269
应收票据及应收账款	43	48	45	50	49
其他应收款	40	47	42	50	46
预付账款	169	145	177	154	192
存货	17388	18234	20179	20524	21605
其他流动资产	14086	19911	19911	19911	19911
非流动资产	18251	22469	22560	22665	22976
长期投资	2020	2082	2224	2361	2495
固定资产	5192	7267	8074	8609	9012
无形资产	2057	2671	2939	3260	3628
其他非流动资产	8982	10449	9324	8435	7841
资产总计	165433	188252	201228	231778	244048
流动负债	32683	51027	42822	53255	44463
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9597	9493	11092	10721	11857
其他流动负债	23087	41533	31729	42534	32607
非流动负债	400	831	831	831	831
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	400	831	831	831	831
负债合计	33084	51857	43652	54086	45294
少数股东权益	2791	3110	4564	6033	7542
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	122994	126721	143142	159913	177794
归属母公司股东权益	129558	133285	153011	171659	191211
负债和股东权益	165433	188252	201228	231778	244048

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41742	33940	21372	41622	22667
净利润	31521	33193	33481	34327	35891
折旧摊销	590	783	809	933	985
财务费用	-2473	-2834	-3071	-3659	-4233
投资损失	-58	-75	-81	-77	-73
营运资金变动	9402	541	-9765	10099	-9903
其他经营现金流	2760	2331	-1	-2	-1
投资活动现金流	-2932	-2642	-820	-961	-1223
资本支出	2957	2666	758	900	1162
长期投资	0	0	-142	-138	-134
其他投资现金流	25	24	81	77	73
筹资活动现金流	-16300	-19622	-9638	-10551	-10597
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-16300	-19622	-9638	-10551	-10597
现金净增加额	22511	11676	10914	30109	10847

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	83272	89175	91445	94166	98257
营业成本	20157	20461	22065	23380	24200
营业税金及附加	12532	13041	13808	14219	14837
营业费用	7796	10692	10516	10829	11791
管理费用	3319	3555	3475	3578	3734
研发费用	322	405	229	235	246
财务费用	-2473	-2834	-3071	-3659	-4233
资产减值损失	-4	2	0	0	0
其他收益	331	274	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	58	75	81	77	73
资产处置收益	1	-3	0	0	0
营业利润	42004	44200	44503	45658	47754
营业外收入	45	40	50	50	50
营业外支出	136	77	100	100	100
利润总额	41913	44163	44453	45608	47704
所得税	10392	10970	10972	11280	11813
净利润	31521	33193	33481	34327	35891
少数股东损益	1310	1340	1455	1469	1509
归属母公司净利润	30211	31853	32026	32859	34382
EBITDA	39039	41125	41276	41939	43474
EPS(元)	7.78	8.21	8.25	8.47	8.86

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	12.6	7.1	2.5	3.0	4.3
营业利润(%)	13.0	5.2	0.7	2.6	4.6
归属于母公司净利润(%)	13.2	5.4	0.5	2.6	4.6
获利能力					
毛利率(%)	75.8	77.1	75.9	75.2	75.4
净利率(%)	37.9	37.2	36.6	36.5	36.5
ROE(%)	23.8	24.3	21.2	19.3	18.1
ROIC(%)	250.8	731.8	245.7	3833.7	340.9
偿债能力					
资产负债率(%)	20.0	27.5	21.7	23.3	18.6
净负债比率(%)	-87.0	-92.9	-87.6	-94.6	-90.1
流动比率	4.5	3.2	4.2	3.9	5.0
速动比率	4.0	2.9	3.7	3.5	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	2126.1	2229.5	2229.5	2229.5	2229.5
应付账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	7.78	8.21	8.25	8.47	8.86
每股经营现金流(最新摊薄)	10.75	8.74	5.51	10.72	5.84
每股净资产(最新摊薄)	33.38	34.34	39.42	44.22	49.26
估值比率					
P/E	16.5	15.7	15.6	15.2	14.5
P/B	3.9	3.7	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	9.9	9.1	8.9	8.0	7.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn