

五粮液(000858)

报告日期: 2025年09月06日

25H1 业绩符合预期, 关注后续量价策略

——五粮液 25H1 业绩点评

投资要点

- **事件:** 25H1 收入 527.71 亿元 (同比+4.19%); 归母净利润 194.92 亿元 (同比+2.28%)。25Q2 收入 158.31 亿元 (同比+0.10%); 归母净利润 46.32 亿元 (同比-7.58%)。
- **我们认为:** 25H1 公司紧扣“营销执行提升年”总定位, 通过新建平台公司发力直销、增加 1618 和低度的 C 端促销和宴席、布局 29 度五粮液等新品, 顺利实现“双过半”目标, 后续重点关注普五和 1618 的量价平衡策略、动销表现和十五五规划。
- **25H1 吨价均承压, 中低价位酒大幅放量**
 25H1 五粮液产品收入 409.98 亿元 (同比+4.57%), 量/价同比+12.75%/-7.52%。25H1 普五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北京、上海、成都、广州、深圳等样板市场。
 25H1 其他酒产品收入 81.22 亿元 (同比+2.73%), 量/价同比+58.81%/-34.35%, 其他酒销量大幅提升主要系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。
- **直销占比持续提升, 前五大经销商占比大幅提升**
 25H1 经销/直销收入同比+1.20%/+8.60%, 直销占比达 43.15% (同比+1.72pct)。25H1 前五大经销商销售收入合计 300.61 亿元 (同比+181%), 占销售收入总额的 56.96% (同比+35.84pct), 我们预计或主要系上半年组建平台公司、计入前五大经销商。
 25H1 新增进货终端 7,990 家; 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 东部/南部/北部收入同比+7.88%/+1.93%/+1.82%。公司将 27 个营销大区整合为三大片区, 建立垂直管控体系。
- **促销费增加下利润率略有承压, 现金流及预收款表现较优**
 - 1) 25H1 毛利率 76.83% (同比-0.53pct), 净利率 38.16% (同比-0.99pct); 25Q2 毛利率 74.69% (同比-0.32pct), 净利率 30.11% (同比-2.71pct)。
 - 2) 25H1 销售/管理费用率为 10.23% (同比-0.37pct) /3.64% (同比-0.11pct); 25Q2 销售/管理费用率为 18.88% (同比+1.54pct) /4.90% (同比+0.16pct), 其中 25H1 促销费同比增长 3.5%。
 - 3) 25H1/25Q2 经营性现金流为 311.37 亿元 (同比+131.88%) /152.88 亿元 (同比+18.40%), 主要系本报告期货款中现金收取比例较高, 上年同期银行承兑汇票收取比例较高所致。
 - 4) 25H1 合同负债为 100.77 亿元 (同比+23.53%), 其中期末余额前五名的合同负债余额占比 36.39%。
- **盈利预测及估值**
 预计 2025-2027 年公司收入增速分别为 0.99%、3.53%、5.41%; 归母净利润增速分别为-0.87%、3.62%、5.41%; EPS 分别为 8.13、8.43、8.89 元, 对应 PE 分别为 15.59X/15.04X/14.27X。估值具备性价比, 维持买入评级。
- **风险提示**
 消费疲软; 白酒动销恢复不及预期; 普五批价上涨不及预期

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

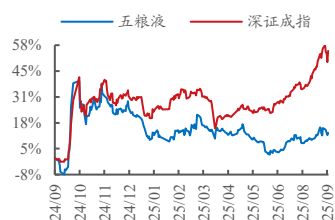
分析师: 张家祯
 执业证书号: S1230523080001
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
 执业证书号: S1230524100004
 manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥126.81
总市值(百万元)	492,226.71
总股本(百万股)	3,881.61

股票走势图



相关报告

- 1 《25Q1 业绩略超预期, 关注改革三重抓手》 2025.05.05
- 2 《营销执行提升年, 稳价格抓动销》 2024.12.22
- 3 《分红承诺提振信心, 现金流及预收款较优》 2024.11.03

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	89175	90061	93239	98281
(+/-) (%)	7.09%	0.99%	3.53%	5.41%
归母净利润	31853	31575	32719	34490
(+/-) (%)	5.44%	-0.87%	3.62%	5.41%
每股收益(元)	8.21	8.13	8.43	8.89
P/E	15.45	15.59	15.04	14.27

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	165783	167488	178572	191192
现金	127399	127998	141152	151450
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	48	59	65	74
其它应收款	47	43	46	49
预付账款	145	159	166	167
存货	18234	18262	18822	19718
其他	19911	20967	18322	19733
非流动资产	22469	23233	25354	27278
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2082	2029	2044	2052
固定资产	7262	8668	10167	11742
无形资产	2671	3281	4129	4770
在建工程	5793	5474	5198	4757
其他	4661	3781	3817	3958
资产总计	188252	190722	203927	218470
流动负债	51027	41107	42653	46427
短期借款	0	0	0	0
应付款项	9493	9624	10033	10389
预收账款	9	16	15	15
其他	41524	31467	32606	36024
非流动负债	831	501	577	636
长期借款	0	0	0	0
其他	831	501	577	636
负债合计	51857	41608	43231	47064
少数股东权益	3110	4438	5815	7266
归属母公司股东权益	133285	144676	154881	164140
负债和股东权益	188252	190722	203927	218470

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	33940	27948	35423	34466
净利润	33193	32903	34096	35941
折旧摊销	783	682	814	957
财务费用	(2834)	(1891)	(1994)	(2170)
投资损失	(75)	(77)	(80)	(82)
营运资金变动	2128	(4175)	3108	799
其它	744	506	(521)	(979)
投资活动现金流	(2642)	(2252)	(2822)	(2661)
资本支出	(2247)	(1603)	(1861)	(1904)
长期投资	(61)	52	(14)	(8)
其他	(334)	(701)	(947)	(749)
筹资活动现金流	(19622)	(25097)	(19448)	(21507)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(19622)	(25097)	(19448)	(21507)
现金净增加额	11675	599	13154	10298

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	89175	90061	93239	98281
营业成本	20461	20808	21459	22357
营业税金及附加	13041	13270	13802	14467
营业费用	10692	10447	10816	11597
管理费用	3555	3602	3730	4128
研发费用	405	348	381	409
财务费用	(2834)	(1891)	(1994)	(2170)
资产减值损失	2	(11)	(5)	(5)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	75	77	80	82
其他经营收益	271	279	287	296
营业利润	44200	43815	45403	47859
营业外收支	(37)	(38)	(39)	(40)
利润总额	44163	43777	45364	47819
所得税	10970	10874	11268	11878
净利润	33193	32903	34096	35941
少数股东损益	1340	1329	1377	1451
归属母公司净利润	31853	31575	32719	34490
EBITDA	43036	42568	44183	46606
EPS (最新摊薄)	8.21	8.13	8.43	8.89

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	7.09%	0.99%	3.53%	5.41%
营业利润	5.23%	-0.87%	3.62%	5.41%
归属母公司净利润	5.44%	-0.87%	3.62%	5.41%
获利能力				
毛利率	77.05%	76.90%	76.98%	77.25%
净利率	37.22%	36.53%	36.57%	36.57%
ROE	23.71%	22.12%	21.12%	20.77%
ROIC	23.68%	21.69%	20.98%	20.83%
偿债能力				
资产负债率	27.55%	21.82%	21.20%	21.54%
净负债比率	0.79%	0.64%	0.53%	0.64%
流动比率	3.25	4.07	4.19	4.12
速动比率	2.89	3.63	3.75	3.69
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.48	0.47	0.47
应收账款周转率	2229.55	2257.80	2168.17	2232.60
应付账款周转率	2.28	2.32	2.35	2.34
每股指标(元)				
每股收益	8.21	8.13	8.43	8.89
每股经营现金	8.74	7.20	9.13	8.88
每股净资产	34.34	37.27	39.90	42.29
估值比率				
P/E	15.45	15.59	15.04	14.27
P/B	3.69	3.40	3.18	3.00
EV/EBITDA	9.76	8.67	8.09	7.48

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>