



五粮液（000858.SZ）：稳健经营，跨越周期

2025年9月8日

强烈推荐/维持

五粮液

公司报告

事件：25H1 公司实现营收 527.71 亿元，同比+4.19%；归母净利润 194.92 亿元，同比+2.28%。其中 2025Q2 公司实现营收 158.31 亿元，同比+0.1%；归母净利润 46.32 亿元，同比-7.58%。在复杂的大环境下公司 Q2 保持经营稳定实属不易。

吨价下滑导致毛利率略有下降。上半年酒类产品毛利率 82.20%，同比下降 0.39%，其中五粮液产品毛利率为 86.45%，同比下降 0.24pcts。其他酒产品毛利率为 60.74%，同比下降 1.49pct，毛利率变化主要是与公司加大市场投入带来的货折加大，以及公司加大吨价略低的低度五粮液和 1618 的投放力度所致。25H1 五粮液产品同增 4.6%，其中销量同比增长 12.7%，测算吨价同比下滑 7.2%。其他酒收入同比增长 2.7%，销量同增 58.8%，测算吨价下降 35.3%。分渠道来看，经销模式营收同比+1.2%，直销模式营收同比+8.6%。

费用率基本稳定，现金流同比改善。25Q2 公司销售费用率为 18.88%，同比增 1.54pcts，主要是公司在淡季加大了促销费投入所致。管理费用率 4.22%，同比下降 0.04pcts，管理费用率保持稳定。现金流方面，25Q2 销售商品收到现金回款同增 12.0%，经营性现金流净额同比 18.4%，判断现金流大幅增长主要是因为去年同期经销商打款使用承兑汇票较多所致。

渠道布局持续完善，市场影响力稳步提升。公司聚焦渠道建设精耕细作，上半年新增进货终端 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。今年公司还加大人事管理和组织架构的改革。2025 年五粮液成立酒类销售公司，聘任 3 位分管营销的副总经理，整合原五品部、27 个营销大区组建 9 个职能部门，通过全面开启营销变革，达到缩短决策流程、提高执行效率、片区扁平化直管的效果。与此同时，公司推动渠道改革，于 2025 年 1 月初即宣布对传统渠道停货，随后要求按统一规则调减传统渠道配额，减量部分转由新成立的专营公司承接，以直销形式开拓团购销量。

公司盈利预测及投资评级：2025 公司实施 2024 年度现金分红 123.01 亿元，加上 2024 年度中期分红 99.99 亿元，现金分红比率达 70.01%，分红规模和分红比率均创上市以来新高。我们看好公司稳健经营跨越周期的能力，认为公司在高端酒的市场影响力在持续提升。预计公司 2025 年实现归母净利润为 320.12 亿元，同比增长 0.5%，对应 EPS 分别为 8.25 元。当前股价对应 PE 估值 14.12 倍，按照历史估值水平，给予 18 倍目标估值，目标价为 148.5 元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，政策环境变化以及内外部环境不确定性；有效需求恢复不及预期；公司管理不及预期等。

公司简介：

宜宾五粮液股份有限公司是一家是一家以酒业为核心，涉及智能制造、食品包装、现代物流、金融投资、健康产业等领域的特大型国有企业集团。其主导产品五粮液酒历史悠久，文化底蕴深厚，是中国浓香型白酒的典型代表与著名民族品牌，多次荣获“国家名酒”称号，并首批入选中欧地理标志协定保护名录。

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

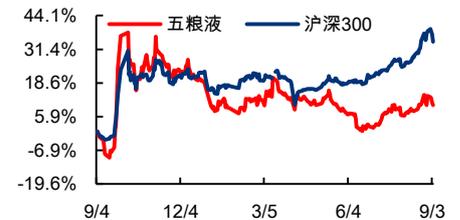
无

交易数据

52 周股价区间（元）	164.05-107.69
总市值（亿元）	4,871.81
流通市值（亿元）	4,871.6
总股本/流通 A 股（万股）	388,161/388,161
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.32

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	83,272.07	89,175.18	92,529.98	96,380.21	101,559.71
增长率 (%)	12.58%	7.09%	3.76%	4.16%	5.37%
归母净利润 (百万元)	30,210.59	31,853.17	32,012.14	33,985.25	36,573.88
增长率 (%)	12.69%	5.31%	0.50%	6.16%	7.62%
净资产收益率 (%)	23.32%	23.90%	21.91%	21.28%	20.98%
每股收益 (元)	7.78	8.21	8.25	8.76	9.42
PE	14.96	14.19	14.12	13.30	12.36
PB	3.49	3.39	3.09	2.83	2.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产合计	147182	165783	177589	191474	206864	营业收入	83272	89175	92530	96380	101560
货币资金	115456	127399	139062	152515	167495	营业成本	20157	20461	21628	22508	23378
应收账款	43	37	43	43	46	营业税金及附加	12532	13041	13532	14095	14852
其他应收款	40	47	49	51	54	营业费用	7796	10692	11104	10602	10156
预付款项	169	145	150	139	136	管理费用	3319	3555	2925	3250	3596
存货	17388	18234	18369	18808	19215	财务费用	-2473	-2834	-1515	-1530	-1546
其他流动资产	0	344	344	344	344	研发费用	322	405	486	583	700
非流动资产合计	18251	22469	24223	25707	26818	资产减值损失	3.93	-1.67	-8.00	-8.00	-8.00
长期股权投资	2020	2082	2082	2082	2082	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5188	7262	7641	7940	8159	投资净收益	57.62	75.20	100.00	100.00	100.00
无形资产	2057	2671	2561	2457	2360	加:其他收益	330.67	274.17	194.85	233.82	280.58
其他非流动资产	825	318	318	318	318	营业利润	42004	44200	44679	47220	50817
资产总计	165433	188252	201813	217181	233682	营业外收入	45.35	40.04	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	32683	51027	50629	50973	51306	营业外支出	136.33	76.79	200.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	41913	44163	44479	47220	50817
应付账款	8864	9077	9422	9826	10195	所得税	10392	10970	11120	11805	12704
预收款项	18	9	9	9	9	净利润	31521	33193	33359	35415	38113
一年内到期的非流动负债	15	409	409	409	409	少数股东损益	1310	1340	1347	1430	1539
非流动负债合计	400	831	637	637	637	归属母公司净利润	30211	31853	32012	33985	36574
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	33084		51266	51610	51942	成长能力					
少数股东权益	2791	3110	4456	5886	7425	营业收入增长	12.58%	7.09%	3.76%	4.16%	5.37%
实收资本(或股本)	3882	3882	3882	3882	3882	营业利润增长	12.99%	5.23%	1.08%	5.69%	7.62%
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683	归属于母公司净利润增长	13.19%	5.44%	0.50%	6.16%	7.62%
未分配利润	89405	87657	95020	102836	111248	获利能力					
归属母公司股东权益合计	129558	133285	146090	159684	174314	毛利率(%)	75.79%	77.05%	76.63%	76.65%	76.98%
负债和所有者权益	165433	188252	201813	217181	233682	净利率(%)	37.85%	37.22%	36.05%	36.75%	37.53%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	18.26%	16.92%	15.86%	15.65%	15.65%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	23.32%	23.90%	21.91%	21.28%	20.98%
经营活动现金流	41742	33940	31804	34562	37327	偿债能力					
净利润	31521	33193	33359	35415	38113	资产负债率(%)	20%	28%	25%	24%	22%
折旧摊销	590.31	783.47	802.50	873.75	945.71	流动比率	4.50	3.25	3.51	3.76	4.03
财务费用	-2473	-2834	-1515	-1530	-1546	速动比率	3.97	2.89	3.14	3.39	3.66
应收帐款减少	-7	5	-6	0	-3	营运能力					
预收帐款增加	1	-8	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.50	0.47	0.46	0.45
投资活动现金流	-2932	-2642	-2449	-2249	-1949	应收账款周转率	2126	2230	2301	2250	2290
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.34	9.94	10.00	10.01	10.15
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	58	75	100	100	100	每股收益(最新摊薄)	7.78	8.21	8.25	8.76	9.42
筹资活动现金流	-16300	-19622	-17692	-18861	-20399	每股净现金流(最新摊薄)	5.80	3.01	3.00	3.47	3.86
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	33.38	34.34	37.64	41.14	44.91
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.96	14.19	14.12	13.30	12.36
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.49	3.39	3.09	2.83	2.59
现金净增加额	22510	11675	11663	13453	14980	EV/EBITDA	8.40	7.72	8.05	6.44	5.67

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	食品饮料行业：站在白酒复苏的前夜	2025-08-25
行业普通报告	食品饮料行业：市场扩容与产品升级并增，新生儿政策利好婴幼儿奶粉消费	2025-07-31
行业深度报告	食品饮料行业：24 年报及 25 年一季报总结：休闲食品仍有机会，乳制品迎来拐点	2025-07-07
行业深度报告	食品饮料行业 2025 年中期策略报告：价格是资产定价重要观察要素	2025-06-24
行业普通报告	食品饮料：五一假期消费市场活跃，带动餐饮市场恢复	2025-05-09
行业普通报告	食品饮料行业：复盘 2018 年贸易战对食品饮料行业资产定价的影响	2025-04-16
行业普通报告	食品饮料行业：预期内需政策或进一步加码，关注食品饮料防守配置	2025-04-09
行业普通报告	糖酒会反馈基本符合预期，平稳中有亮点	2025-04-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526