

白酒竞争激烈价格下降，公司销量增长巩固品牌地位

——五粮液 2025 年半年报点评

公司点评

● 上半年营收净利增长速度下降，单季承压明显：

公司公布 2025 年中报，实现营收 527.71 亿元/+4.19%；归母净利润 194.92 亿元/+2.28%。公司上半年毛利率 76.83%，同比提高-0.53%；净利率 38.16%，同升-0.99%。两费方面，销售费用率 10.23%，同升-0.37%；管理费用率 3.64%，同升-0.11%。公司 2025 年力争主要经营指标与宏观经济指标保持一致，二季度营收降速，公司全年任务压力大增。

2025Q1/Q2 公司单季实现营收分别为 369.40/158.41 亿元，同比增长+6.05%/+0.10%；实现归母净利润 148.60/46.32 亿元，同比增长+5.80%/-7.58%；毛利率 77.74%/74.69%，同比增长-0.69%/-0.32%；净利率 41.60%/30.11%，同比增长-0.42%/-2.71%。二季度单季营收、净利下降明显。

● 上半年公司白酒价格回落、销量上涨明显

2025 年上半年五粮液/其他酒各自实现营收 409.98/81.22 亿元，同比增长 4.57%/2.73%，同比下降了 6.88%/5.04%；销量分别为 2.73/8.60 万吨，同比增长 12.75%/58.81%；吨价 150.30/9.44 万元/吨，价格同比增长-8.35%/-25.33%；毛利率分别为 86.45%/60.74%，同比增长-0.24%/1.49%。核心产品体系构建完善，高端与中低端市场协同发力：五粮液持续推进“1+3”产品体系；超高端产品：包括 501 五粮液、经典五粮液等，经典五粮液在北上广深等样板市场持续发力。同时中低端产品如五粮春、五粮醇等销量显著增长，助力市场渗透与消费分层布局。

产品创新持续推进。推出 29 度五粮液、马年生肖造型、39 度五粮液线上版等新品，满足多元化消费需求，增强市场活力。区域性大单品，如五粮人家、友酒、百家宴等，未披露具体数据，但公司强调市场分类分级建设成效显著。

● 渠道结构优化与数字化转型成效显著，销售效率持续提升

公司在全国布局 1768 家专卖店，并新增 7990 家进货终端及 242 家“三店一家”（专卖店、体验店、集合店及文化之家），覆盖 18 个空白区县，终端覆盖能力持续增强。公司通过“终端直配”模式，在 20 个核心城市实行直接配送，缩短流通环节，提升渠道效率与市场响应能力，数字化赋能推动宴席场景订单及开瓶扫码量保持两位数增长。

● 强化品牌管理，实施绩效改革，择机择优投资

为深化国企改革，公司将 27 个营销大区整合为北部、南部、东部三大片区，建立“总部-区域中心-终端”的垂直管控体系，提升市场应市能力。2025 年，公司持续聚焦“营销执行提升年”，强化“品牌活动-市场动销”联动机制，将传播势能转化为销售动能，以品牌提升赋能企业高质量发展。生产系统全面实施薪酬绩效改革，营销系统稳步推进全员绩效考核；深入开展“双增双节”。

● 盈利预测及投资建议：

我们预计公司 25/26/27 年实现营收分别为 903/948/1007 亿元，同比增速 1.2%/5.1%/6.2%，净利润分别为 320/336/354 亿元，对应 EPS 分别为 8.25/8.67/9.12 元。当前股价对应 PE 分别为 15.6/14.8/14.1 倍，公司当前 PE15 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

强烈推荐（维持评级）

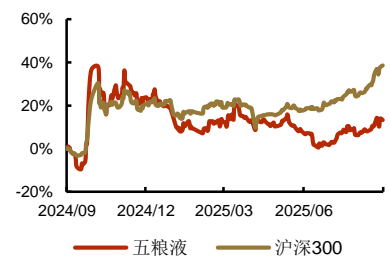
陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280515080002

市场数据	时间 2025/09/02
收盘价(元):	128.56
一年最低/最高(元):	114.05/139.36
总股本(亿股):	38.82
总市值(亿元):	4990.20
流通股本(亿股):	38.81
流通市值(亿元):	4989.99
近 3 月换手率:	143.34%

股价一年走势



相关报告

《控货挺价已见成效，品牌地位持续巩固》2025-05-19

《营收增速压力大，全力促动销提振终端消费需求》2024-11-13

《量价均衡策略奏效，需求侧将迎新常态》2020-08-30

《普五批价提升目标积极，尖庄等系列酒短板将逐步补齐》2020-05-31

《机制改革内化为长期竞争优势，季报业绩略超市场预期》2020-04-28



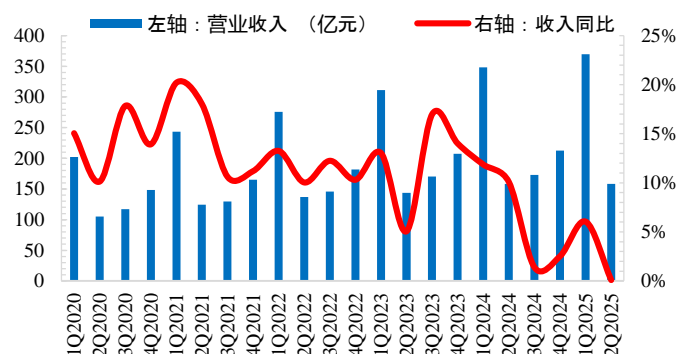
● **风险提示：**消费信心不足，商务消费低迷高端白酒增速放缓，公司千元价格带竞争加剧企业经营成本费用增加，财税政策改革，食品安全风险等。

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	90,259	94,831	100,746
增长率(%)	12.6	7.1	1.2	5.1	6.2
净利润(百万元)	30,211	31,853	32,010	33,648	35,393
增长率(%)	13.2	5.4	0.5	5.1	5.2
毛利率(%)	75.8	77.1	76.4	76.0	75.8
净利率(%)	36.3	35.7	35.5	35.5	35.1
ROE(%)	23.8	24.3	21.2	19.8	18.5
EPS(摊薄/元)	7.78	8.21	8.25	8.67	9.12
P/E(倍)	16.5	15.7	15.6	14.8	14.1
P/B(倍)	3.9	3.7	3.3	2.9	2.6

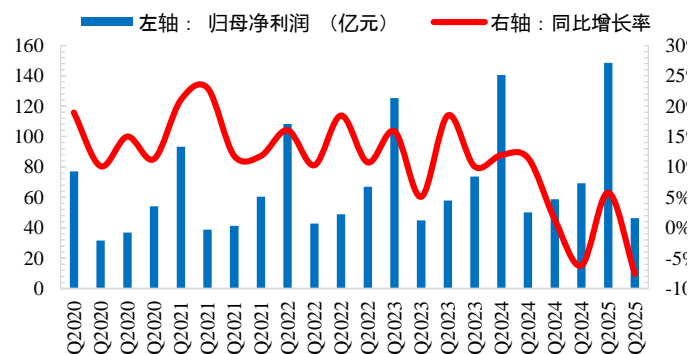
资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 9 月 2 日

图1： 2020Q1-2025Q1 单季营业收入及其同比，二季度单季营收增速下降明显



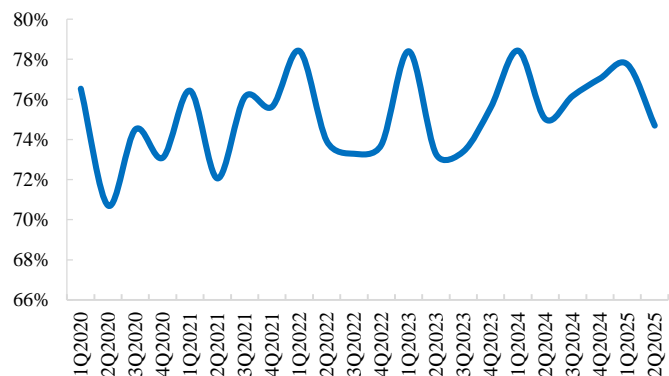
资料来源：wind，诚通证券研究所

图2： 2020Q1-2025Q1 单季度归母净利润及其同比，2025Q2 归母净利润增速转负



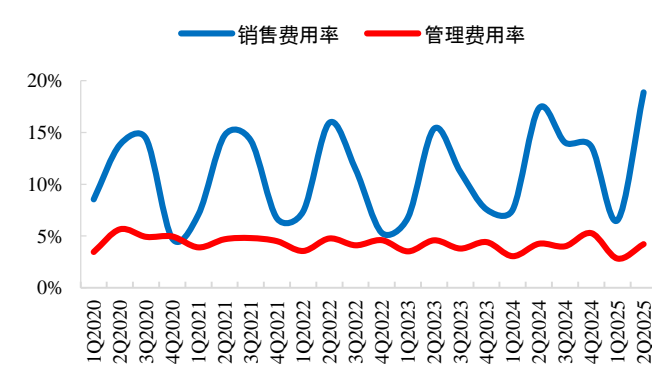
资料来源：wind，诚通证券研究所

图3： 2020Q1-2025Q1 单季毛利率，二季度单季毛利低点，略降



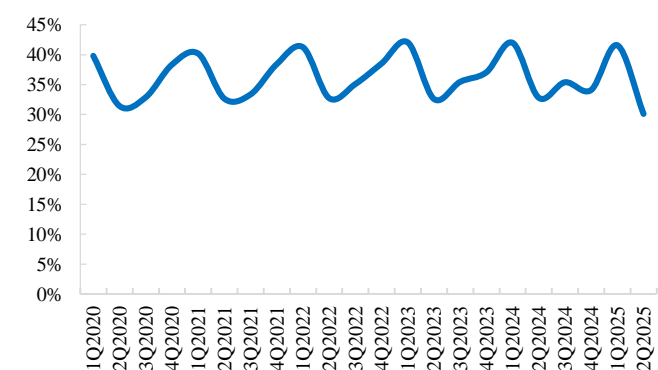
资料来源：wind，诚通证券研究所

图4： 2021Q1-2025Q1 单季销售费用率和管理费用率，2025 年销售费率创新高，管理费用略降



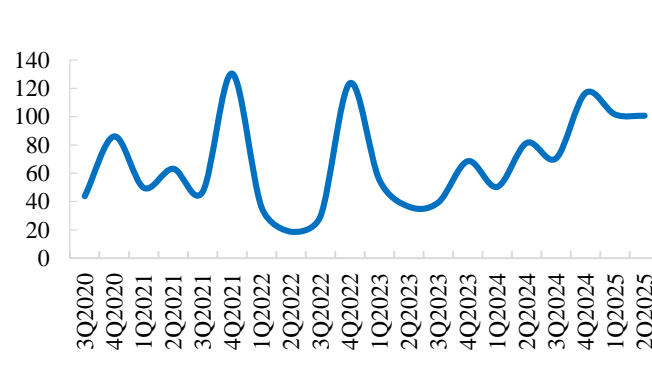
资料来源：wind，诚通证券研究所

图5： 2020Q1-2025Q1 单季净利率，单季净利增速同比持续放缓



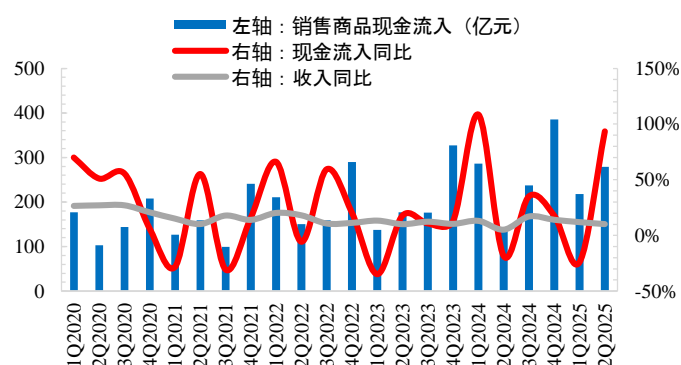
资料来源：wind，诚通证券研究所

图6： 2020Q1-2025Q1 公司合同负债(亿元)，下游经销商拿货稳健



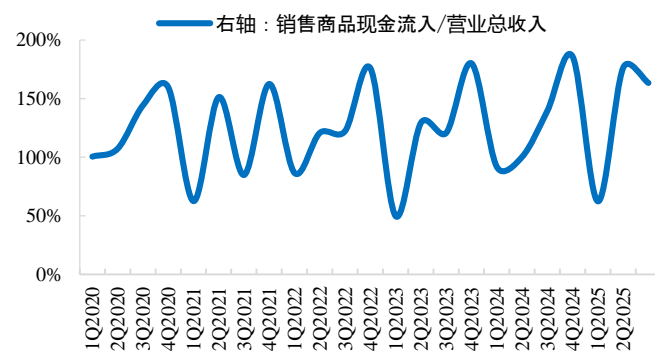
资料来源：wind，诚通证券研究所

图7： 2020Q1-2025Q1 单季销售商品现金流入稳健



资料来源：wind，诚通证券研究所

图8： 2020Q1-2025Q1 单季销售商品现金流入/营业总收入，现金流稳健



资料来源：wind，诚通证券研究所

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	176603	209513	220601
现金	115456	127399	137548	168585	178680
应收票据及应收账款合计	43	48	81	32	98
其他应收款	40	47	41	52	46
预付账款	169	145	173	161	194
存货	17388	18234	18850	20773	21672
其他流动资产	14086	19911	19911	19911	19911
非流动资产	18251	22469	22395	22739	23277
长期投资	2020	2082	2209	2341	2471
固定资产	5190	7265	7967	8656	9215
无形资产	2057	2671	2939	3260	3628
其他非流动资产	8984	10451	9280	8481	7963
资产总计	165433	188252	198998	232252	243879
流动负债	32683	51027	40639	53824	43681
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	9597	9493	9728	11137	11033
其他流动负债	23087	41533	30911	42687	32648
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	41470	54655	44512
少数股东权益	2791	3110	4533	5990	7522
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	122994	126721	136751	147283	158360
归属母公司股东权益	129558	133285	152995	171607	191845
负债和股东权益	165433	188252	198998	232252	243879

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41742	33940	20549	44107	23510
净利润	31521	33193	33434	35105	36925
折旧摊销	590	783	805	930	994
财务费用	-2473	-2834	-2974	-3170	-3204
投资损失	-58	-75	-66	-71	-69
营运资金变动	9402	541	-10649	11312	-11137
其他经营现金流	2760	2331	-0	1	1
投资活动现金流	-2932	-2642	-664	-1204	-1465
资本支出	2957	2666	-201	212	409
长期投资	0	0	-128	-131	-130
其他投资现金流	25	24	-994	-1123	-1186
筹资活动现金流	-16300	-19622	-9736	-11867	-11951
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	-9736	-11867	-11951
现金净增加额	22511	11676	10149	31037	10095

资料来源：公司公告、诚通证券研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	83272	89175	90259	94831	100746
营业成本	20157	20461	21301	22759	24381
营业税金及附加	12532	13041	13719	14225	15112
营业费用	7796	10692	10199	10621	11183
管理费用	3319	3555	3340	3509	3929
研发费用	322	405	451	474	504
财务费用	-2473	-2834	-2974	-3170	-3204
资产减值损失	-4	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	331	274	264	290	276
投资净收益	58	75	66	71	69
营业利润	42004	44200	44553	46772	49186
营业外收入	45	40	38	41	40
营业外支出	136	77	108	107	97
利润总额	41913	44163	44483	46706	49128
所得税	10392	10970	11049	11602	12203
净利润	31521	33193	33434	35105	36925
少数股东损益	1310	1340	1423	1457	1532
归属母公司净利润	30211	31853	32010	33648	35393
EBITDA	39039	41125	41314	43045	44913
EPS (元)	7.78	8.21	8.25	8.67	9.12

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	12.6	7.1	1.2	5.1	6.2
营业利润(%)	13.0	5.2	0.8	5.0	5.2
归属于母公司净利润(%)	13.2	5.4	0.5	5.1	5.2
获利能力					
毛利率(%)	75.8	77.1	76.4	76.0	75.8
净利率(%)	36.3	35.7	35.5	35.5	35.1
ROE(%)	23.8	24.3	21.2	19.8	18.5
ROIC(%)	251.2	811.9	238.6	15688.8	323.1
偿债能力					
资产负债率(%)	20.0	27.5	20.8	23.5	18.3
净负债比率(%)	-86.9	-92.6	-86.9	-94.6	-89.3
流动比率	4.5	3.2	4.3	3.9	5.1
速动比率	3.5	2.5	3.4	3.1	4.1
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	840.1	1975.3	1407.7	1691.5	1549.6
应付账款周转率	2.3	2.1	2.2	2.2	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	7.78	8.21	8.25	8.67	9.12
每股经营现金流(最新摊薄)	10.35	10.66	5.29	11.36	6.06
每股净资产(最新摊薄)	33.38	34.34	39.42	44.21	49.42
估值比率					
P/E	16.5	15.7	15.6	14.8	14.1
P/B	3.9	3.7	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	9.9	9.1	8.9	7.8	7.3

特别声明

根据《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）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），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。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20% 以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5% 以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>