

费投力度加大

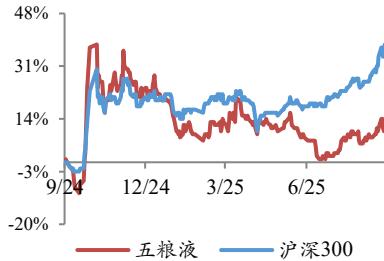
——五粮液 25Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-31

收盘价（元）	129.53
近 12 个月最高/最低（元）	170.81/101.60
总股本（百万股）	3,882
流通股本（百万股）	3,881
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	5,028
流通市值（亿元）	5,028

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

- **公司发布 2025Q2 业绩：**
 - **25Q2：** 营收 158.31 亿 (+0.10%)，归母净利润 46.32 亿 (-7.58%)，扣非归母净利润 46.18 亿 (-5.75%)。
 - **25H1：** 营收 527.71 亿 (+4.19%)，归母净利润 194.92 亿 (+2.28%)，扣非归母净利润 194.80 亿 (+2.86%)。
 - **25Q2 表现符合市场预期。**
- **收入：量增价减，大商发挥更大作用**
 - 分品类：25H1 公司五粮液/系列酒营收各同比 +4.6%/+2.7%，均呈量增价减。其中，五粮液销量/吨价各同比 +12.7%/-7.2%，预计普五仍处控量状态，低度五粮液及 1618 贡献主要增量，开瓶量及宴席场次增长稳健；系列酒销量/吨价各同比 +58.8%/-35.3%，主因中低价位产品放量明显。
 - 分渠道：25H1 公司经销/直销渠道营收各同比 +1.2%/+8.6%，直销渠道占比白酒业务营收同比 +1.7pct 至 43.1%，直销占比提升预计主因成立大商平台公司后，公司积极开发企业团购并于 20 个城市试点终端直配。经销渠道中，前 5 大客户合计收入同比 +181.0%，占比白酒销售总额同比 +35.8pct 至 57.0%，预计主因公司通过大商平台公司有效整合资源。
- **盈利：费投力度加大**
 - 25Q2 公司毛利率同比 -0.3pct，基本稳定，产品结构变化影响相对有限。同期，税金及附加/销售/管理费率各同比 +0.84%/+1.54%/-0.04pct，税金及附加占比营收上升预计主因生产销售节奏错位，销售费率上升主因公司加大市场促销力度。综上，公司 25Q2 净利率同比 -2.4pct 至 29.3%。
- **回款质量：业绩蓄水池充足**
 - 25Q2 公司销售收现同比 +12.0%，预计主因春节打款票据季末到期所致，25Q2 公司应收账款融资环比减少 156.8 亿。25Q2 末公司合同负债环比减少 0.89 亿，公司业绩蓄水池仍充足。
- **投资建议：维持“买入”**
 - **我们的观点：**

公司营销体系改革初见成效，报表有望持续出清，后续关注批价、动销等市场因素环比改善趋势，或成为股价向上催化。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复较慢以及公司营销改革进度，我们

调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 898.5/935.9/987.1 亿元（原值 935.6/999.5/1078.0 亿元），分别同比增长 0.8%/4.2%/5.5%；实现归母净利润 311.6/324.8/346.4 亿元（原值 333.7/356.2/385.8 亿元），分别同比-2.2%/+4.2%/+6.7%；当前股价对应 PE 分别为 16/15/15 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险提示：

营销改革进度不及预期，行业景气度恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

主要财务指标	单位:百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	89175	89848	93587	98711
收入同比 (%)	7.1%	0.8%	4.2%	5.5%
归属母公司净利润	31853	31158	32477	34641
净利润同比 (%)	5.4%	-2.2%	4.2%	6.7%
毛利率 (%)	77.1%	76.3%	76.0%	76.0%
ROE (%)	23.9%	20.7%	19.5%	19.0%
每股收益 (元)	8.21	8.03	8.37	8.92
P/E	17.07	16.14	15.48	14.51
P/B	4.08	3.34	3.02	2.76
EV/EBITDA	9.81	9.04	8.23	7.32

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 8 月 29 日

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	165783	173758	195018	215451	营业收入	89175	89848	93587	98711
现金	127399	137398	156691	176591	营业成本	20461	21293	22451	23681
应收账款	37	38	40	42	营业税金及附加	13041	13477	14038	14807
其他应收款	47	53	51	58	销售费用	10692	11231	11511	11845
预付账款	145	213	225	237	管理费用	3555	3639	3743	3948
存货	18234	17254	18918	17920	财务费用	-2834	-3044	-3284	-3747
其他流动资产	19921	18803	19093	20604	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	22469	24599	25028	25433	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2082	2082	2082	2082	投资净收益	75	76	79	83
固定资产	7265	7620	7907	8131	营业利润	44200	43193	45018	48012
无形资产	2671	3381	4078	4760	营业外收入	40	45	45	45
其他非流动资产	10451	11516	10961	10459	营业外支出	77	136	136	136
资产总计	188252	198357	220046	240884	利润总额	44163	43102	44927	47921
流动负债	51027	42697	46959	50906	所得税	10970	10646	11097	11837
短期借款	0	0	0	0	净利润	33193	32456	33830	36085
应付账款	9077	8667	10042	9692	少数股东损益	1340	1298	1353	1443
其他流动负债	41950	34029	36917	41214	归属母公司净利润	31853	31158	32477	34641
非流动负债	831	831	831	831	EBITDA	42518	40530	42134	44685
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	8.21	8.03	8.37	8.92
其他非流动负债	831	831	831	831					
负债合计	51857	43527	47790	51737					
少数股东权益	3110	4408	5761	7204					
股本	3882	3882	3882	3882					
资本公积	2683	2683	2683	2683					
留存收益	126721	143858	159930	175378					
归属母公司股东权	133285	150422	166494	181942					
负债和股东权益	188252	198357	220046	240884					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	33940	26635	36630	40022	成长能力				
净利润	33193	32456	33830	36085	营业收入	7.1%	0.8%	4.2%	5.5%
折旧摊销	1219	456	479	503	营业利润	5.2%	-2.3%	4.2%	6.7%
财务费用	40	14	14	14	归属于母公司净利	5.4%	-2.2%	4.2%	6.7%
投资损失	-75	-76	-79	-83	盈利能力				
营运资金变动	541	-6306	2296	3413	毛利率 (%)	77.1%	76.3%	76.0%	76.0%
其他经营现金流	31674	38852	31626	32762	净利率 (%)	35.7%	34.7%	34.7%	35.1%
投资活动现金流	-2642	-2601	-920	-915	ROE (%)	23.9%	20.7%	19.5%	19.0%
资本支出	-2656	-2698	-1020	-1020	ROIC (%)	22.6%	19.4%	18.1%	17.5%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	14	97	100	105	资产负债率 (%)	27.5%	21.9%	21.7%	21.5%
筹资活动现金流	-19622	-14035	-16418	-19207	净负债比率 (%)	38.0%	28.1%	27.7%	27.4%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.25	4.07	4.15	4.23
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.88	3.65	3.74	3.87
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.46	0.45	0.43
其他筹资现金流	-19622	-14035	-16418	-19207	应收账款周转率	2229.55	2400.00	2400.00	2400.00
现金净增加额	11676	10000	19292	19900	应付账款周转率	2.28	2.40	2.40	2.40

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 邓欣, 华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士, 双专业学士, 10 余年证券从业经验, 历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券, 曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等, 专注于成长消费领域, 从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人: 郑少轩, 上海财经大学金融学博士, 曾任职于广银理财。

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。