



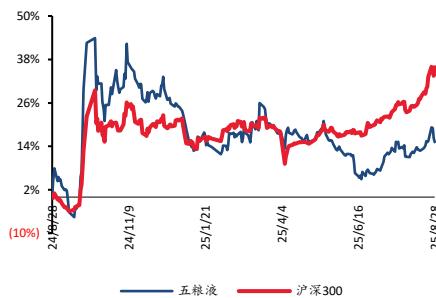
五粮液(000858)

目标价: 136

昨收盘: 125.47

## 五粮液：业绩彰显韧性，渠道改革初显成效

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	38.82/38.81
总市值/流通(亿元)	4,870.25/4,87
	0.05
12个月内最高/最低价(元)	178.76/106.33

### 相关研究报告

<<五粮液：2024年高质量收官，2025年开年稳健>>—2025-04-28

<<五粮液：业绩符合预期，加大分红提升股东回报>>—2024-11-01

<<五粮液：业绩平稳符合预期，合同负债和现金流表现优异>>—2024-08-30

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523080002

证券分析师：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190525030001

**事件：**公司发布2025半年报，2025H1公司实现营业总收入527.71亿元，同比+4.19%；实现归母净利润194.92亿元，同比+2.28%。2025Q2公司实现营业总收入158.31亿元，同比+0.1%；归母净利润46.32亿元，同比-5.75%。

**公司业绩稳健，吨价阶段性承压。**分产品，2025H1五粮液/其它酒分别实现营收410.0/81.2亿元，同比+4.6%/+2.7%，拆分量价来看，五粮液量/价同比+12.75%/-7.25%，毛利率同比-0.24pct，1618以及39度五粮液占比提升导致吨价下滑，公司推出29度低度新品“一见倾心”，并由邓紫棋代言，强化对年轻消费群体的吸引力。其它酒量/价同比+58.81%/-35.31%，毛利率同比-1.49pct，主因公司加大系列酒扫码红包、赠酒等促销力度。分区域，2025H1公司东部/南部/北部分别实现营收201.09/218.86/71.24亿元，同比+7.88%/+1.93%/+1.82%，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。分渠道，2025H1公司经销/直销分别实现收入279.25/211.95亿元，同比+1.20%/+8.60%，前五大经销商收入占比从2024H1的21%提升至57%，主因公司设立专营公司绑定经销商利益，有利于直接掌控核心经销商，提升渠道执行力。2025H1底五粮液/浓香酒经销商分别2510/1077家，同比净增-20/+127家。

**毛利率微降，二季度费用扰动影响净利率。**2025H1/2025Q2公司毛利率为76.83%/74.69%，同比-0.53/-0.32pct，毛利率下滑主因产品结构下移。2025H1税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为14.88%/10.23%/3.25%/0.40%/-2.39%，同比+0.72/-0.37/-0.18/+0.08/+0.38pct，其中2025Q2税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为15.46%/18.88%/4.22%/0.68%/-3.81%，同比+0.84/+1.54/-0.04/+0.20/+0.50pct，销售费用率提升幅度较大主因促销费和仓储物流费有所增加。2025H1/2025Q2公司净利率为36.94%/29.26%，同比-0.69/-2.43pct。2025H1末合同负债达100.8亿元，环比-0.9亿元。

**投资建议：**根据公司2025H1业绩以及近期动销情况，我们调整公司盈利预测。预计2025-2027年收入增速分别为1%/4%/5%，归母净利润增速分别为-1%/5%/5%，EPS分别为8.12/8.50/8.93元，对应当前股价PE分别为15x/15x/14x，按照2026年16X给予目标价136.0元，给予“增持”评级。

**风险提示：**食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	89,175	90,199	93,734	98,429
营业收入增长率(%)	7.09%	1.15%	3.92%	5.01%
归母净利(百万元)	31,853	31,517	32,988	34,665
净利润增长率(%)	5.44%	-1.05%	4.66%	5.08%

摊薄每股收益 (元)	8.21	8.12	8.50	8.93
市盈率 (PE)	17.07	15.45	14.76	14.05

资料来源：据宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）						利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	115,456	127,399	120,868	133,690	141,533	营业收入	83,272	89,175	90,199	93,734	98,429
应收和预付款项	212	193	3,905	5,291	7,330	营业成本	20,157	20,461	21,325	22,289	23,942
存货	17,388	18,234	18,542	19,309	20,771	营业税金及附加	12,532	13,041	13,530	14,060	14,764
其他流动资产	14,126	19,958	23,079	19,623	21,771	销售费用	7,796	10,692	10,824	10,779	10,827
流动资产合计	147,182	165,783	166,395	177,913	191,406	管理费用	3,319	3,555	3,608	3,558	3,740
长期股权投资	2,020	2,082	2,137	2,186	2,239	财务费用	-2,473	-2,834	-2,803	-2,659	-2,941
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-4	2	-8	-5	-6
固定资产	5,190	7,265	7,063	6,879	6,678	投资收益	58	75	102	102	102
在建工程	5,623	5,795	7,248	8,809	10,273	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	2,057	2,671	3,352	4,272	4,986	营业利润	42,004	44,200	43,823	45,848	48,186
长期待摊费用	163	142	142	142	142	其他非经营损益	-91	-37	-55	-55	-55
其他非流动资产	150,379	170,298	170,636	182,025	195,430	利润总额	41,913	44,163	43,768	45,793	48,131
资产总计	165,433	188,252	190,577	204,312	219,747	所得税	10,392	10,970	10,802	11,311	11,874
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	31,521	33,193	32,966	34,482	36,257
应付和预收款项	9,614	9,502	9,684	10,163	10,749	少数股东损益	1,310	1,340	1,448	1,494	1,592
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	30,211	31,853	31,517	32,988	34,665
其他负债	23,469	42,355	30,444	30,659	33,517	预测指标					
负债合计	33,084	51,857	40,127	40,822	44,266	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	毛利率	75.79%	77.05%	76.36%	76.22%	75.68%
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683	销售净利率	36.28%	35.72%	34.94%	35.19%	35.22%
留存收益	122,994	126,721	139,328	150,874	161,273	销售收入增长率	12.58%	7.09%	1.15%	3.92%	5.01%
归母公司股东权益	129,558	133,285	145,892	157,438	167,837	EBIT 增长率	12.54%	4.63%	-0.81%	5.30%	4.77%
少数股东权益	2,791	3,110	4,558	6,052	7,644	净利润增长率	13.19%	5.44%	-1.05%	4.66%	5.08%
股东权益合计	132,349	136,395	150,450	163,490	175,481	ROE	23.32%	23.90%	21.60%	20.95%	20.65%
负债和股东权益	165,433	188,252	190,577	204,312	219,747	ROA	18.26%	16.92%	16.54%	16.15%	15.77%
现金流量表（百万）						ROIC	22.41%	22.62%	20.40%	19.77%	19.31%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EPS(X)	7.78	8.21	8.12	8.50	8.93
经营性现金流	41,742	33,940	14,460	36,527	34,176	PE(X)	18.03	17.07	15.45	14.76	14.05
投资性现金流	-2,932	-2,642	-2,063	-2,263	-2,067	PB(X)	4.20	4.08	3.34	3.09	2.90
融资性现金流	-16,300	-19,622	-18,928	-21,442	-24,265	PS(X)	6.54	6.10	5.40	5.20	4.95
现金增加额	22,511	11,676	-6,531	12,822	7,843	EV/EBITDA(X)	10.61	9.81	8.93	8.19	7.63

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；  
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；  
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；  
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。