

五粮液 (000858.SZ)

勇于调整，信号积极

公司发布 25 年三季报，Q3 营收/归母净利润 81.7/20.2 亿，同比-52.7%/-65.6%，出清超预期，主动调整，信号积极，四季度继续顺势而为，26 年开门红有望积极应对。Q3 收现-75%至 71 亿，渠道持续去杠杆。加大经销商补贴力度毛利率大幅下降，盈利能力承压。公司发布中期分红方案，每 10 股派发现金红利 25.78 元。

□ Q3 收入/利润同比-53%/-66%深度调整，中期分红 100 亿回馈股东。公司 25 年前三季度实现营收/归母净利润 609.5/215.1 亿，同比-10.3%/-13.7%，其中 Q3 营收/归母净利润 81.7/20.2 亿，同比-52.7%/-65.6%，出清超预期，主动调整，信号积极，四季度继续顺势而为，26 年开门红有望积极应对。公司发布中期分红方案，每 10 股派发现金红利 25.78 元，合计拟派发现金红利 100 亿元、对应中期股息率 2.17%，公司强化现金分红，积极回报股东。

□ Q3 收现-75%至 71 亿，渠道持续去杠杆。25Q3 公司销售收现-74.7%至 71.4 亿，公司渠道层面不强制要求渠道回款，更强调市场良性和价格表现，经营净现金流同比-117.7%至-28.9 亿，应收款项融资同比-55.8%至 33.5 亿，票据余额下降，渠道连续多季度去杠杆。Q3 末合同负债 92.7 亿 (+31.1%)，环比 H1 末减少 8.1 亿。

□ 加大经销商补贴力度毛利率大幅下降，盈利能力承压。25Q3 公司毛利率-13.5pcts 至 62.6%，加大补贴力度保障经销商生存，主营税金率/销售/管理费用率分别+0.6/1.1/+3.2pct 至 15.5%/15.1%/7.2%，单 Q3 销售费用同比-49.1%至 12.3 亿。毛利率下行叠加刚性费用支出，公司 25Q3 净利率同比-10.0pcts 至 25.4%。

□ 投资建议：勇于调整，信号积极，继续“强烈推荐”。公司作为行业头部企业，三季度主动出清，幅度超出市场预期，这在当下白酒行业需求疲软，渠道承压的背景下，彰显了公司勇于调整的龙头担当。Q3 不再积累渠道包袱，并主动增加补贴弥补经销商亏损，信号积极，中期分红方案也表明了积极回报股东的态度。展望后续，Q4 经营层面顺势而为、预计批价在供给克制下有望企稳。26 年开始业绩下滑幅度有望逐季收窄，努力争取正增长。我们下调 25-27 年 EPS 预测 6.24、6.67、7.18 元，继续维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：竞争加剧、商务需求恢复不及预期、价格表现不及预期、渠道深度调整等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	83272	89175	73539	75684	79664
同比增长	13%	7.1%	-18%	3%	5%
营业利润(百万元)	42004	44200	33606	35910	38676
同比增长	13%	5.2%	-24%	7%	8%
归母净利润(百万元)	30211	31853	24217	25877	27871
同比增长	13%	5.4%	-24%	7%	8%
每股收益(元)	7.78	8.21	6.24	6.67	7.18
PE	15.2	14.4	19.0	17.8	16.5
PB	3.5	3.5	3.4	3.2	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料

目标估值：NA

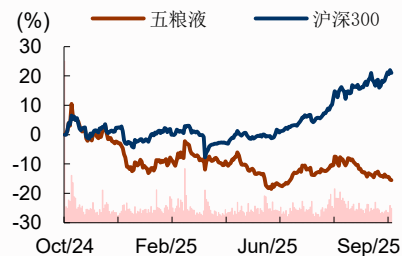
当前股价：118.47 元

基础数据

总股本 (百万股)	3882
已上市流通股 (百万股)	3881
总市值 (十亿元)	459.9
流通市值 (十亿元)	459.8
每股净资产 (MRQ)	36.7
ROE (TTM)	20.0
资产负债率	19.3%
主要股东	宜宾发展控股集团有限公司
主要股东持股比例	34.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-7	-19
相对表现	-4	-33	-40



相关报告

- 1、《五粮液 (000858) —Q2 利润增速转负，经销商集中度提升》2025-08-28
- 2、《五粮液 (000858) —营销执行提升，风雨兼程不改初心》2025-06-22
- 3、《五粮液 (000858) —开局平稳，目标务实》2025-04-26

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	20736	34833	15815	17268	21260	36940	15831	8174	83272	89175
二、营业总成本	10502	15425	9077	9150	11669	16521	9618	5475	41658	45321
其中: 营业成本	5060	7515	3951	4114	4881	8222	4006	3054	20157	20461
营业税金及附加	3503	4858	2312	2564	3307	5405	2447	1264	12532	13041
营业费用	1569	2624	2742	2422	2904	2408	2989	1234	7796	10692
管理费用	916	1065	674	693	1123	1044	668	586	3319	3555
研发费用	113	84	76	91	154	102	108	109	322	405
财务费用	-661	-720	-681	-719	-714	-659	-603	-772	-2473	-2834
资产减值损失	1	0	2	-15	13	-2	3	0	5	0
三、其他经营收益	85	44	195	10	97	26	87	30	390	346
其它收益	49	41	179	9	44	18	35	26	331	274
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	37	0	22	0	53	0	51	0	58	75
四、营业利润	10320	19451	6933	8127	9688	20446	6300	2729	42004	44200
加: 营业外收入	13	6	6	16	11	11	10	16	45	40
减: 营业外支出	48	2	5	50	20	26	23	28	136	77
五、利润总额	10285	19455	6935	8094	9680	20431	6288	2717	41913	44163
减: 所得税	2598	4820	1744	1979	2427	5063	1521	641	10392	10970
六、净利润	7687	14635	5191	6115	7252	15368	4767	2077	31521	33193
减: 少数股东损益	309	590	179	241	330	508	136	57	1310	1340
七、归属母公司所有者净利润	7378	14045	5012	5874	6922	14860	4632	2019	30211	31853
EPS	1.90	3.62	1.29	1.51	1.78	3.83	1.19	0.52	7.78	8.21
主要比率										
毛利率	75.6%	78.4%	75.0%	76.2%	77.0%	77.7%	74.7%	62.6%	75.8%	77.1%
主营税金率	16.9%	13.9%	14.6%	14.8%	15.6%	14.6%	15.5%	15.5%	15.0%	14.6%
营业费率	7.6%	7.5%	17.3%	14.0%	13.7%	6.5%	18.9%	15.1%	9.4%	12.0%
管理费率	4.4%	3.1%	4.3%	4.0%	5.3%	2.8%	4.2%	7.2%	4.0%	4.0%
营业利润率	49.8%	55.8%	43.8%	47.1%	45.6%	55.3%	39.8%	33.4%	50.4%	49.6%
实际税率	25.3%	24.8%	25.1%	24.5%	25.1%	24.8%	24.2%	23.6%	24.8%	24.8%
净利率	35.6%	40.3%	31.7%	34.0%	32.6%	40.2%	29.3%	24.7%	36.3%	35.7%
同比增长率										
收入增长率	14.0%	11.9%	10.1%	1.4%	2.5%	6.1%	0.1%	-52.7%	13%	7.1%
营业利润增长率	11.2%	11.3%	11.1%	2.0%	-6.1%	5.1%	-9.1%	-66.4%	13%	5.2%
净利润增长率	10.1%	12.0%	11.5%	1.3%	-6.2%	5.8%	-7.6%	-65.6%	13%	5.4%

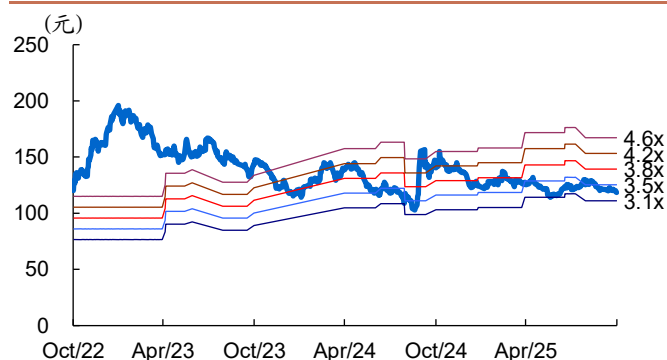
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 五粮液历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 五粮液历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《五粮液（000858）—Q2 利润增速转负，经销商集中度提升》2025-08-28
- 2、《五粮液（000858）—营销执行提升，风雨兼程不改初心》2025-06-22
- 3、《五粮液（000858）—开局平稳，目标务实》2025-04-26

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	147182	165783	165830	174404	183957
现金	115456	127399	132343	140518	149391
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	10	8	9	9
应收款项	43	37	31	32	33
其它应收款	40	47	39	40	42
存货	17388	18234	16855	16774	16562
其他	14256	20056	16554	17032	17919
非流动资产	18251	22469	24023	25409	26644
长期股权投资	2020	2082	2082	2082	2082
固定资产	5190	7265	9114	10763	12233
无形资产商誉	2058	2673	2406	2165	1949
其他	8982	10450	10421	10399	10380
资产总计	165433	188252	189853	199813	210601
流动负债	32683	51027	49692	49637	49495
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	9597	9493	8775	8733	8623
预收账款	6882	11699	10815	10763	10627
其他	16205	29834	30102	30141	30245
长期负债	400	831	831	831	831
长期借款	0	0	0	0	0
其他	400	831	831	831	831
负债合计	33084	51857	50523	50468	50326
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积金	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	122994	126721	128638	137563	147321
少数股东权益	2791	3110	4128	5217	6390
归属于母公司所有者权益	129558	133285	135202	144127	153885
负债及权益合计	165433	188252	189853	199813	210601

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41742	33940	26742	24215	26076
净利润	31521	33193	25236	26966	29044
折旧摊销	590	783	1084	1252	1403
财务费用	11	40	(3200)	(3200)	(3200)
投资收益	(58)	(75)	(349)	(349)	(349)
营运资金变动	9843	990	3971	(454)	(822)
其它	(165)	(992)	0	0	0
投资活动现金流	(2932)	(2642)	(2289)	(2289)	(2289)
资本支出	(2957)	(2666)	(2638)	(2638)	(2638)
其他投资	25	24	349	349	349
筹资活动现金流	(16300)	(19622)	(19509)	(13752)	(14914)
借款变动	(4191)	5402	(409)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(14680)	(28126)	(22300)	(16952)	(18114)
其他	2571	3102	3200	3200	3200
现金净增加额	22510	11675	4944	8175	8873

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	83272	89175	73539	75684	79664
营业成本	20157	20461	18914	18824	18586
营业税金及附加	12532	13041	10754	11068	11650
营业费用	7796	10692	10102	9609	10379
管理费用	3319	3555	3377	3479	3561
研发费用	322	405	334	344	362
财务费用	(2473)	(2834)	(3200)	(3200)	(3200)
资产减值损失	(3)	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	331	274	274	274	274
投资收益	58	75	75	75	75
营业利润	42004	44200	33606	35910	38676
营业外收入	45	40	40	40	40
营业外支出	136	77	77	77	77
利润总额	41913	44163	33570	35873	38640
所得税	10392	10970	8334	8907	9595
少数股东损益	1310	1340	1019	1089	1173
归属于母公司净利润	30211	31853	24217	25877	27871

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	13%	7.1%	-18%	3%	5%
营业利润	13%	5.2%	-24%	7%	8%
归母净利润	13%	5.4%	-24%	7%	8%
获利能力					
毛利率	75.8%	77.1%	74.3%	75.1%	76.7%
净利率	36.3%	35.7%	32.9%	34.2%	35.0%
ROE	24.8%	24.2%	18.0%	18.5%	18.7%
ROIC	23.8%	23.1%	16.5%	17.0%	17.2%
偿债能力					
资产负债率	20.0%	27.5%	26.6%	25.3%	23.9%
净负债比率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	3.2	3.3	3.5	3.7
速动比率	4.0	2.9	3.0	3.2	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	840.0	1975.0	1692.0	1899.0	1920.0
应付账款周转率	2.3	2.1	2.1	2.2	2.1
每股资料(元)					
EPS	7.78	8.21	6.24	6.67	7.18
每股经营净现金	10.75	8.74	6.89	6.24	6.72
每股净资产	33.38	34.34	34.83	37.13	39.64
每股股利	4.67	5.75	4.37	4.67	5.03
估值比率					
PE	15.2	14.4	19.0	17.8	16.5
PB	3.5	3.5	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	9.6	9.1	12.1	11.3	10.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。