



五粮液 (000858.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

主动降速去化包袱,中期分红落地股息 具备支撑

业绩简评

2025 年 10 月 30 日,公司披露 25 年三季报,期内实现营收 609.5 亿元,同比-10.3%;归母净利 215.1 亿元,同比-13.7%。其中,25Q3 实现营收 81.7 亿元,同比-52.7%;归母净利 20.2 亿元,同比-65.6%。

经营分析

行业景气度冲击下公司主动调整,核心品普五积极去化渠道包袱、批价自节前低点有所回升。“1+3”产品架构中,1618、39 度五粮液通过高扫码激励&定向政策抢抓宴席需求,预计年内宴席场次提升带动动销有所增长,29 度新品销售目前已破亿。浓香系列酒所处中低价位相对景气,五粮春亦受益于宴席有所增长。

公司持续推进传统渠道改革,目前已在 20 个城市施行终端直配模式,并持续做企业团购,薄弱市场拓展、三店一家建设亦在持续推进。建议持续关注普五库存去化&批价表现,从双节反馈来看普五在当前价位出货已相对顺畅。

拆分报表结构: 1) 25Q3 归母净利率同比-9.3pct 至 24.7%,其中毛利率同比-13.5pct,预计主要系主品牌大幅下滑、产品结构下移;销售费用率+1.1pct,管理费用率+3.2pct。2) 25Q3 末合同负债余额 92.7 亿元,环比-8.1 亿元,考虑△合同负债后 25Q3 营收同比-54.5%;25Q3 销售收现 71.4 亿元、同比-75%,对应 25Q3 末应收款项融资余额 33.4 亿元,同比-42.3 亿元/环比-5.4 亿元,票据回款进一步缩减。

盈利预测、估值与评级

我们预计 25-27 年收入分别-17.7%/+5.0%/+10.4%,归母净利分别-20.9%/+5.4%/+11.9%,对应归母净利 252/266/297 亿元,EPS 分别为 6.49/6.85/7.66 元,公司股票现价对应 PE 估值分别为 18.2/17.3/15.5 倍,维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期;行业政策风险;食品安全风险;渠道改革不及预期。

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师:叶韬(执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价(人民币):118.47 元

相关报告:

- 《五粮液公司点评:业绩符合预期,渠道改革持续推进》, 2025.8.28
- 《五粮液公司点评:业绩高质兑现,关注营销改革破局成效》, 2025.4.26
- 《五粮液公司点评:定调营销执行提升年,协同固基共增长》, 2024.12.19



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	73,433	77,109	85,150
营业收入增长率	12.6%	7.1%	-17.7%	5.0%	10.4%
归母净利润(百万元)	30,211	31,853	25,202	26,572	29,738
归母净利润增长率	13.2%	5.4%	-20.9%	5.4%	11.9%
摊薄每股收益(元)	7.78	8.21	6.49	6.85	7.66
每股经营性现金流净额	10.75	8.74	9.59	7.59	8.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.3%	23.9%	18.2%	18.3%	19.3%
P/E	18.0	17.1	18.2	17.3	15.5
P/B	4.2	4.1	3.3	3.2	3.0

来源:公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	73,969	83,272	89,175	73,433	77,109	85,150
增长率		12.6%	7.1%	-17.7%	5.0%	10.4%
主营业务成本	-18,178	-20,157	-20,461	-18,440	-19,339	-21,384
%销售收入	24.6%	24.2%	22.9%	25.1%	25.1%	25.1%
毛利	55,790	63,115	68,714	54,993	57,769	63,766
%销售收入	75.4%	75.8%	77.1%	74.9%	74.9%	74.9%
营业税金及附加	-10,749	-12,532	-13,041	-11,106	-11,623	-12,793
%销售收入	14.5%	15.0%	14.6%	15.1%	15.1%	15.0%
销售费用	-6,844	-7,796	-10,692	-8,291	-8,791	-9,291
%销售收入	9.3%	9.4%	12.0%	11.3%	11.4%	10.9%
管理费用	-3,068	-3,319	-3,555	-3,148	-3,348	-3,548
%销售收入	4.1%	4.0%	4.0%	4.3%	4.3%	4.2%
研发费用	-236	-322	-405	-334	-350	-387
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	34,893	39,146	41,020	32,115	33,657	37,748
%销售收入	47.2%	47.0%	46.0%	43.7%	43.6%	44.3%
财务费用	2,026	2,473	2,834	2,009	2,178	2,317
%销售收入	-2.7%	-3.0%	-3.2%	-2.7%	-2.8%	-2.7%
资产减值损失	-28	-5	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	93	58	75	150	150	150
%税前利润	0.2%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
营业利润	37,174	42,004	44,200	34,521	36,232	40,462
营业利润率	50.3%	50.4%	49.6%	47.0%	47.1%	47.5%
营业外收支	-71	-91	-37	50	0	0
税前利润	37,104	41,913	44,163	34,571	36,232	40,462
利润率	50.2%	50.3%	49.5%	47.1%	47.0%	47.5%
所得税	-9,133	-10,392	-10,970	-8,297	-8,696	-9,711
所得税率	24.6%	24.8%	24.8%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	27,971	31,521	33,193	26,274	27,537	30,751
少数股东损益	1,280	1,310	1,340	1,072	965	1,013
归属于母公司的净利润	26,691	30,211	31,853	25,202	26,572	29,738
净利率	36.1%	36.3%	35.7%	34.3%	34.5%	34.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	27,971	31,521	33,193	26,274	27,537	30,751
少数股东损益	1,280	1,310	1,340	1,072	965	1,013
非现金支出	986	981	1,219	864	994	1,145
非经营收益	-406	-161	-1,014	-344	-267	-272
营运资金变动	-4,119	9,402	541	10,447	1,216	2,421
经营活动现金净流	24,431	41,742	33,940	37,241	29,480	34,045
资本开支	-1,734	-2,955	-2,656	-1,636	-2,183	-2,184
投资	-6	0	0	0	0	0
其他	23	24	14	150	150	150
投资活动现金净流	-1,716	-2,932	-2,642	-1,486	-2,033	-2,033
股权募资	0	23	92	0	0	0
债权募资	0	0	0	-409	0	0
其他	-13,105	-16,323	-19,714	-20,017	-20,018	-20,835
筹资活动现金净流	-13,105	-16,300	-19,622	-20,425	-20,018	-20,835
现金净流量	9,609	22,511	11,676	15,330	7,429	11,177

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	92,358	115,456	127,399	142,704	150,107	161,256
应收款项	29,091	14,169	19,661	3,812	4,003	4,421
存货	15,981	17,388	18,234	19,197	20,134	21,970
其他流动资产	136	169	489	486	493	509
流动资产	137,566	147,182	165,783	166,200	174,737	188,155
%总资产	90.1%	89.0%	88.1%	87.6%	87.5%	87.8%
长期投资	1,988	2,022	2,083	2,083	2,083	2,083
固定资产	9,086	10,813	13,060	13,558	14,442	15,191
%总资产	5.9%	6.5%	6.9%	7.1%	7.2%	7.1%
无形资产	679	2,222	2,815	3,164	3,497	3,815
非流动资产	15,149	18,251	22,469	23,510	24,892	26,130
%总资产	9.9%	11.0%	11.9%	12.4%	12.5%	12.2%
资产总计	152,715	165,433	188,252	189,710	199,629	214,284
短期借款	376	15	409	0	0	0
应付款项	12,766	14,982	26,000	28,279	29,744	32,538
其他流动负债	22,617	17,686	24,618	17,897	18,783	20,678
流动负债	35,759	32,683	51,027	46,176	48,527	53,217
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	271	400	831	865	897	927
负债	36,031	33,084	51,857	47,042	49,424	54,144
普通股股东权益	114,025	129,558	133,285	138,487	145,059	153,980
其中：股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
未分配利润	79,029	89,405	87,657	92,859	99,430	108,352
少数股东权益	2,659	2,791	3,110	4,182	5,147	6,160
负债股东权益合计	152,715	165,433	188,252	189,710	199,629	214,284

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	6.88	7.78	8.21	6.49	6.85	7.66
每股净资产	29.38	33.38	34.34	35.68	37.37	39.67
每股经营现金净流	6.29	10.75	8.74	9.59	7.59	8.77
每股股利	3.78	4.67	5.75	5.15	5.15	5.36
回报率						
净资产收益率	23.4%	23.3%	23.9%	18.2%	18.3%	19.3%
总资产收益率	17.5%	18.3%	16.9%	13.3%	13.3%	13.9%
投入资本收益率	22.5%	22.2%	22.5%	17.1%	17.0%	17.9%
增长率						
主营业务收入增长率	11.7%	12.6%	7.1%	-17.7%	5.0%	10.4%
EBIT 增长率	14.3%	12.2%	4.8%	-21.7%	4.8%	12.2%
净利润增长率	14.2%	13.2%	5.4%	-20.9%	5.4%	11.9%
总资产增长率	12.6%	8.3%	13.8%	0.8%	5.2%	7.3%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5
存货周转天数	301.1	302.1	317.7	380.0	380.0	375.0
应付账款周转天数	127.0	145.9	160.0	190.0	190.0	190.0
天数	26.2	22.7	29.7	37.6	39.0	37.7
净负债/股东权益	-78.83%	-87.23%	-93.10%	-100.02%	-99.93%	-100.70%
EBIT 利息保障倍数	-17.2	-15.8	-14.5	-16.0	-15.5	-16.3
资产负债率	23.59%	20.00%	27.55%	24.80%	24.76%	25.27%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	9	38	69	113
增持	0	0	2	6	2
中性	0	2	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.36	1.14	1.13	1.05

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究