

调整期出清业绩，主动求变为未来蓄力

核心观点

25Q3，五粮液应对动销压力，主动调整应变，为渠道纾压。产品端，五粮液坚定维护品牌价值，及时打击市场低价乱象，稳定市场预期，利用数字化手段积极探索宴席场景，1618、五粮春等产品动销表现相对良好。渠道端，9月以来通过公布补贴政策等手段，保障经销商盈利，稳定渠道信心。展望四季度，行业动销水平仍存压力，公司业绩预计阶段性承压，但积极出清业绩，解决市场痛点问题，为未来蓄力。

事件

公司发布 2025 年三季报。

2025Q1-3 公司实现营业总收入 609.45 亿元 (-10.26%)；归母净利润 215.11 亿元 (-13.72%)；扣非后归母净利润 214.95 亿元 (-13.44%)。

单 Q3，公司实现营业总收入 81.74 亿元 (-52.66%)；归母净利润 20.19 亿元 (-65.62%)；扣非后归母净利润 20.15 亿元 (-65.81%)。

简评

五粮液主动出清业绩，为渠道纾困，为未来蓄力

三季度，白酒行业受消费环境与政策端影响而动销下降、场景减少之际，五粮液以长期主义为基点，坚守高端品牌定位，主动出清业绩，展现头部白酒品牌担当。三季度，高端酒动销明显承压，五粮液批价出现松动，公司以坚守品牌价值为先，及时大幅度调整业绩，打击市场低价乱象，稳定市场价格预期，加快社会库存出清，坚定千元价位高端品牌定位。在渠道端，坚守“共商、共建、共享”的厂商理念，增长期共同享受发展红利，行业困难期主动为渠道兜底与纾困，9月底以来持续召开经销商联谊会，公布经销商补贴政策，保证渠道盈利与稳定渠道信心。此外，公司积极利用数字化平台，在宴席等场景持续扩大市场份额，1618、五粮春等产品宴席动销表现仍较强，宴席场次、扫码数量均有较好增长。公司推出 29 度五粮液·一见倾心产品，积极探索年轻白领女性市场。

五粮液 (000858.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 10 月 31 日

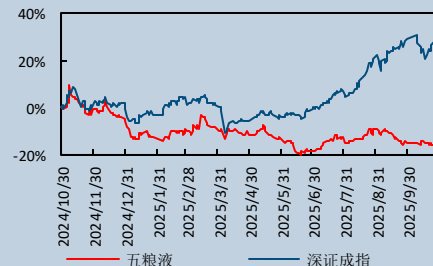
当前股价：118.47 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.83/-6.05	-4.09/-14.54	-21.44/-42.75
12 月最高/最低价 (元)		162.24/117.28
总股本 (万股)		388,160.80
流通 A 股 (万股)		388,144.45
总市值 (亿元)		4,598.54
流通市值 (亿元)		4,598.35
近 3 月日均成交量 (万)		2200.32
主要股东		
宜宾发展控股集团有限公司		34.43%

股价表现



25Q3 调整结构，盈利阶段性承压

2025Q1-3，公司毛利率-2.13pcts 至 74.93%，归母净利率-1.41pcts 至 35.3%；其中，25Q3 公司毛利率-13.53pcts 至 62.64%，归母净利率-9.31pcts 至 24.7%，主要系：

- ① 毛利率：预计主要系公司主动大幅度减少八代普五市场投放量，为市场纾压。
- ② 销售费用：25Q1-3 销售费用率 10.88%，同比-0.59pcts，25Q3 销售费用率 15.09%，同比+1.06pcts。三季度针对市场动销疲软，公司持续维持合理有效的费用投放。

现金流量角度，Q3 公司销售收现 71.41 亿元，同比-74.69%，Q3 末合同负债 92.68 亿元，同比+31.05%，反映公司在逆周期调整的主动性。

重视股东回报，公布中期分红方案。公司发布《关于 2025 年中期利润分配预案的公告》，每 10 股派发现金红利 25.78 元（含税），合计拟派发现金红利 100.07 亿元（含税）。此前，2024 年公司已公告 2024-2026 年度分红规划，公司每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 70%，且不低于 200 亿元（含税）。在行业调整期，公司宣布中期分红，进一步体现公司对股东回报的重视。

浓香之王品牌根基深厚，估值处于历史低位

展望四季度，白酒行业动销仍承压，五粮液批价处于 820-830 元，预计公司持续推进市场调整，主动卸下包袱出清业绩。短期看，2025 年是公司“营销执行提升年”，公司提出强化产品动销、强化渠道优化与强化服务能力，提升品牌价值与市场份额。针对五粮液主品牌，八代普五坚持价在量先，提升费用管控和费用效率，优化过程激励兑付，加大在重点市场、薄弱市场的支持力度，强化 39 度五粮液、五粮液 1618 与第八代五粮液的战术协同。五粮浓香产品梳理效果逐渐显现，在大众价位动销持续向好背景下有望实现较好增长。渠道层面，将推进“一地一策、一商一策”策略，高地市场、重点市场、弱势市场、空白市场将分层分类分级管理，持续推进“三店一家”建设，优化过程激励兑付与市场秩序管控，渠道力有望进一步提升；长期看，公司品牌力不断提升，消费者忠诚度充分，通过渠道组织及经销商利润优化可激发更大的市场动能，成长空间可期。

预计公司 2025-2027 年收入分别为 770.26 亿元、793.63 亿元、841.26 亿元，净利润分别为 263.78、275.64、299.42 亿元。对应 2025~2027 年动态 PE 分别为 17.43 倍、16.68 倍、15.36 倍。维持“买入”评级。

风险提示：

居民消费需求复苏不及预期，近 2 年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期；经济复苏不及预期，经济复苏年，但企业的现金流的改善节奏可能慢于预期，公司产品在商务用酒消费场景的需求复苏节奏可能不及预期；食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272.07	89,175.18	77,026.37	79,362.74	84,126.19
YoY(%)	12.58	7.09	-13.62	3.03	6.00
净利润(百万元)	30,210.59	31,853.17	26,378.17	27,563.95	29,941.98
YoY(%)	13.19	5.44	-17.19	4.50	8.63
毛利率(%)	75.79	77.05	75.65	76.11	76.77
净利率(%)	36.28	35.72	34.25	34.73	35.59
ROE(%)	23.32	23.90	18.05	17.27	17.19
EPS(摊薄/元)	7.78	8.21	6.80	7.10	7.71
P/E(倍)	15.22	14.44	17.43	16.68	15.36
P/B(倍)	3.55	3.45	3.15	2.88	2.64

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk