

主动去库存以减负蓄能，调整期仍重视股东回报

——五粮液（000858）点评报告

增持（维持）

2025 年 10 月 31 日

报告关键要素：

10 月 30 日，公司发布 2025 年三季度报。

投资要点：

单季营收和净利同比骤降超 50%，主动去库存为后续发展减负蓄能。

2025 年前三季度，公司实现营业收入 609.45 亿元（YoY-10.26%），实现归母净利润 215.11 亿元（YoY-13.72%），实现扣非归母净利润 214.95 亿元（YoY-13.44%）。其中，2025 年第三季度，公司实现营业收入 81.74 亿元（YoY-52.66%），实现归母净利润 20.19 亿元（YoY-65.62%），实现扣非归母净利润 20.15 亿元（YoY-65.81%）。我们判断公司业绩下滑幅度较大主要受白酒行业处于深度调整期及公司主动去渠道库存等因素综合影响，我们认为公司从被动转为主动去库存，以更积极的作为稳定终端价格，与经销商共渡难关，为后续发展减负蓄能。

毛利率和净利率下滑超 10%。2025 年第三季度，公司毛利率下降 13.53pct 至 62.64%，我们判断主要与公司主动减少八代普五的市场投放以维护终端价格有关。销售费用率上升 1.06pcts 至 15.09%，管理/研发/财务费用率分别为 7.17%/1.34%/-9.45%，分别同比 +3.16/+0.81/-5.28pct，净利率为 25.41%，同比下滑 10.01pcts。

重视股东回报，行业调整期仍坚定落实中期分红。发布三季报的同一天，公司发布《2025 年中期利润分配预案》，公告每 10 股派发现金红利 25.78 元（含税）。公司于 2024 年 10 月发布《关于 2024-2026 年度股东回报规划的公告》，计划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）。以年度最低 200 亿元分红来计算，不考虑税收的影响，对应当前股价的股息率超过 4%。当前白酒行业处于调整期，但公司仍坚定执行中期分红预案，体现公司对于股东回报的重视。

盈利预测与投资建议：当前白酒行业处于筑底阶段，随着政策环境向好，叠加四季度“双节”礼赠及餐饮消费场景复苏，需求有望回升。公

基础数据

总股本（百万股）	3,881.61
流通A股（百万股）	3,881.44
收盘价（元）	118.47
总市值（亿元）	4,598.54
流通A股市值（亿元）	4,598.35

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

业绩韧性仍存，期待边际改善

2025 年平稳开局，渠道优化助力发展

Q3 业绩承压，强化股东回报

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	89175.18	80485.68	86667.50	94780.55
增长率(%)	7.09	-9.74	7.68	9.36
归母净利润(百万元)	31853.17	28669.38	30638.60	33423.15
增长率(%)	5.44	-10.00	6.87	9.09
每股收益(元)	8.21	7.39	7.89	8.61
市盈率(倍)	14.44	16.04	15.01	13.76
市净率(倍)	3.45	3.03	2.52	2.13

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

司作为高端白酒龙头，品牌护城河较深，低估值+高分红为股价提供支撑，随着库存逐步出清，股价有望迎来反弹。我们根据公司最新业绩调低公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 286.69/306.39/334.23 亿元(更新前为 324.61/335.42/352.43 亿元)，同比-10.00%/+6.87%/+9.09%，对应 EPS 为 7.39/7.89/8.61 元/股，10 月 30 日收盘价对应 PE 为 16/15/14 倍，维持公司“增持”评级。

风险因素：政策风险、高端酒需求不及预期风险、行业竞争加剧风险。

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	89175	80486	86668	94781
同比增速 (%)	7.09	-9.74	7.68	9.36
营业成本	20461	18704	20271	22065
毛利	68714	61781	66396	72716
营业收入 (%)	77.05	76.76	76.61	76.72
税金及附加	13041	11872	12790	13964
营业收入 (%)	14.62	14.75	14.76	14.73
销售费用	10692	10061	11093	12321
营业收入 (%)	11.99	12.50	12.80	13.00
管理费用	3555	3230	3467	3793
营业收入 (%)	3.99	4.01	4.00	4.00
研发费用	405	402	433	474
营业收入 (%)	0.45	0.50	0.50	0.50
财务费用	-2834	-3185	-3454	-4259
营业收入 (%)	-3.18	-3.96	-3.99	-4.49
资产减值损失	2	-8	-5	-6
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	274	350	395	0
投资收益	75	96	104	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-3	2	2	0
营业利润	44200	39841	42562	46416
营业收入 (%)	49.57	49.50	49.11	48.97
营业外收支	-37	-66	-65	-56
利润总额	44163	39775	42498	46360
营业收入 (%)	49.52	49.42	49.04	48.91
所得税费用	10970	9859	10542	11500
净利润	33193	29916	31956	34860
营业收入 (%)	37.22	37.17	36.87	36.78
归属于母公司的净利润	31853	28669	30639	33423
同比增速 (%)	5.44	-10.00	6.87	9.09
少数股东损益	1340	1247	1317	1437
EPS（元/股）	8.21	7.39	7.89	8.61

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	8.21	7.39	7.89	8.61
BVPS	34.34	39.15	47.04	55.65
PE	14.44	16.04	15.01	13.76
PEG	2.66	-1.60	2.19	1.51
PB	3.45	3.03	2.52	2.13
EV/EBITDA	9.81	8.75	7.40	6.05
ROE	23.90%	18.87%	16.78%	15.47%
ROIC	22.62%	17.52%	15.53%	14.14%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	127399	138167	170366	204175
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	48	63	57	65
存货	18234	16453	17851	19462
预付款项	145	142	153	165
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	19958	18994	19190	21444
流动资产合计	165783	173819	207617	245311
长期股权投资	2082	2137	2186	2239
固定资产	7265	8078	8826	9518
在建工程	5795	6126	6652	7121
无形资产	2671	3352	4272	4986
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	3397	3196	3196	3196
其他非流动资产	1257	1282	1153	1065
资产总计	188252	197993	233904	273439
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9493	8702	9459	10276
预收账款	9	13	13	14
合同负债	11690	9732	10217	11478
应付职工薪酬	4575	3868	4256	4659
应交税费	7287	6270	6824	7483
其他流动负债	17972	12342	14113	15647
流动负债合计	51027	40926	44882	49556
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	194	121	121	121
其他非流动负债	637	641	641	641
负债合计	51857	41689	45644	50318
归属于母公司的所有者权益	133285	151948	182586	216010
少数股东权益	3110	4356	5673	7111
股东权益	136395	156304	188260	223120
负债及股东权益	188252	197993	233904	273439

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	33940	22939	34467	35980
投资	0	-55	-49	-54
资本性支出	-2656	-1969	-2324	-2117
其他	14	-105	104	0
投资活动现金流净额	-2642	-2129	-2268	-2170
债权融资	0	-42	0	0
股权融资	92	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-19241	-10007	0	0
其他	-473	7	0	0
筹资活动现金流净额	-19622	-10042	0	0
现金净流量	11676	10768	32199	33809

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场