

公司研究

卸下包袱，大幅出清

——五粮液（000858.SZ）2025 年三季报点评

要点

事件：五粮液发布 2025 年三季报，25 年前三季度实现总营收 609.45 亿元、同比下滑 10.26%，实现归母净利润 215.11 亿元、同比下滑 13.72%，扣非归母净利润 214.95 亿元、同比下滑 13.44%。其中 25Q3 单季总营收 81.74 亿元、同比下滑 52.66%，归母净利润 20.19 亿元、同比下滑 65.62%，扣非归母净利润 20.15 亿元、同比下滑 65.81%。公司发布 2025 年中期利润分配预案，公告拟每 10 股派发现金红利 25.78 元（含税），合计派发现金红利约 100 亿元（含税）。

25Q3 收入端大幅调整，报表开启出清。公司 25Q3 收入端同比下滑 52.7%，下滑幅度高于此前市场预期。三季度行业需求仍受到较大冲击，政商务场景继续萎缩，公司顺应市场环境，Q3 报表端大幅出清、清理渠道包袱。结合上轮行业周期，2012Q3 公司收入同比增速放缓，13Q3 收入同比下滑 40%，之后持续五个季度负增长，15H1 收入同比增速有所波动，直到 15Q3 收入恢复同比正增长、逐步进入上行期。本次单季度收入端调整幅度更加明显，彰显公司主动调整的决心，虽然需求端仍在探底阶段，但供给端渠道压力缓解，后续经营有望逐步改善。

毛利率下滑、费用率抬升，净利率明显承压。1) 25Q3 销售毛利率 62.64%、同比下滑 13.53pct，三季度毛利率承压较为明显，估计系五粮液主品牌需求受损、渠道信心减弱，收入或有承压，毛利率阶段性受到影响。25Q3 税金及附加项占营收比重 15.47%、同比+0.62pct，销售费用率 15.09%、同比+1.06pct，管理费用率 7.17%、同比+3.16pct，收入规模缩减下，费用率有所抬升。综合看 25Q3 销售净利率 25.41%、同比-10pct，单季度净利润同比下滑 66%，亦高于上轮调整的最大调整幅度（13Q4 净利润同比下滑 59%）。2) 25Q3 销售现金回款 71.41 亿元、同比下滑 74.69%，经营活动现金流净额-28.89 亿元、同比下滑 117.65%。截至 25Q3 末合同负债 92.68 亿元，较 25Q2 末减少 8.1 亿元、相对平稳。

盈利预测、估值与评级：考虑公司下半年开始报表端大幅出清，后续需求探底仍需时间，下调 2025-27 年归母净利润预测为 262.20/263.57/278.12 亿元（较前次预测下调 17.5%/20.4%/20.1%），折合 EPS 为 6.75/6.79/7.17 元，当前股价对应 P/E 为 18/18/17 倍。公司主动卸下渠道包袱，25 年推行营销改革，针对低端化、年轻化趋势持续布局，中期现金分红金额达百亿，保障股东回报，期待后续经营趋势逐步修复，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒需求疲软，普五挺价不及预期，千元价位白酒竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	83,272	89,175	76,252	76,420	79,717
营业收入增长率	12.58%	7.09%	-14.49%	0.22%	4.31%
净利润（百万元）	30,211	31,853	26,220	26,357	27,812
净利润增长率	13.19%	5.44%	-17.69%	0.52%	5.52%
EPS（元）	7.78	8.21	6.75	6.79	7.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.32%	23.90%	19.11%	18.25%	18.17%
P/E	15	15	18	18	17
P/B	3.6	3.5	3.4	3.2	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-31

买入（维持）

当前价：118.99 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	38.82
总市值(亿元):	4618.73
一年最低/最高(元):	114.05/157.28
近 3 月换手率:	34.30%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.33	-16.11	-35.11
绝对	-1.79	-1.66	-15.81

资料来源：Wind

相关研报

25Q2 收入平稳，利润短期承压——五粮液（000858.SZ）2025 年中报点评（2025-08-29）
25 年开局平稳，期待改革成效——五粮液（000858.SZ）2024 年年报与 2025 年一季报点评（2025-04-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	83,272	89,175	76,252	76,420	79,717
营业成本	20,157	20,461	18,842	18,836	19,165
折旧和摊销	515	710	941	1,018	1,077
税金及附加	12,532	13,041	11,285	11,310	11,798
销售费用	7,796	10,692	9,532	9,476	9,805
管理费用	3,319	3,555	3,050	3,057	3,189
研发费用	322	405	343	344	359
财务费用	-2,473	-2,834	-2,800	-2,800	-2,800
投资收益	58	75	75	75	75
营业利润	42,004	44,200	36,310	36,501	38,514
利润总额	41,913	44,163	36,280	36,471	38,484
所得税	10,392	10,970	9,012	9,059	9,559
净利润	31,521	33,193	27,269	27,412	28,924
少数股东损益	1,310	1,340	1,049	1,054	1,112
归属母公司净利润	30,211	31,853	26,220	26,357	27,812
EPS(元)	7.78	8.21	6.75	6.79	7.17

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41,742	33,940	35,807	25,507	24,364
净利润	30,211	31,853	26,220	26,357	27,812
折旧摊销	515	710	941	1,018	1,077
净营运资金增加	-1,463	-5,388	-23,090	216	6,059
其他	12,480	6,764	31,736	-2,085	-10,584
投资活动产生现金流	-2,932	-2,642	-1,115	-1,050	-1,025
净资本支出	-2,955	-2,656	-1,050	-1,050	-1,050
长期投资变化	2,020	2,082	0	0	0
其他资产变化	-1,997	-2,068	-65	0	25
融资活动现金流	-16,300	-19,622	-19,578	-16,288	-16,388
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-361	394	-59	0	0
无息负债变化	-2,586	18,380	-4,161	112	762
净现金流	22,511	11,676	15,114	8,169	6,951

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	75.8%	77.1%	75.3%	75.4%	76.0%
EBITDA 率	48.1%	47.2%	45.1%	45.3%	46.1%
EBIT 率	47.4%	46.3%	43.8%	44.0%	44.7%
税前净利润率	50.3%	49.5%	47.6%	47.7%	48.3%
归母净利润率	36.3%	35.7%	34.4%	34.5%	34.9%
ROA	19.1%	17.6%	14.4%	13.9%	13.9%
ROE (摊薄)	23.3%	23.9%	19.1%	18.2%	18.2%
经营性 ROIC	30.2%	32.2%	34.3%	34.3%	33.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	20%	28%	25%	24%	23%
流动比率	4.50	3.25	3.55	3.72	3.88
速动比率	3.97	2.89	3.19	3.36	3.52
归母权益/有息债务	8927.39	326.14	391.96	412.73	437.37
有形资产/有息债务	11091.77	445.44	523.35	547.47	577.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	165,433	188,252	188,982	197,418	207,917
货币资金	115,456	127,399	142,513	150,681	157,632
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	43	37	38	38	40
应收票据	0	10	8	8	8
其他应收款 (合计)	40	47	38	38	40
存货	17,388	18,234	16,770	16,764	17,057
其他流动资产	14,086	19,911	7,247	7,411	10,641
流动资产合计	147,182	165,783	166,757	175,086	185,562
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	2,020	2,082	2,082	2,082	2,082
固定资产	5,188	7,262	8,395	8,735	8,944
在建工程	5,621	5,793	4,714	4,251	3,961
无形资产	2,057	2,671	2,667	2,664	2,660
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	825	318	318	318	318
非流动资产合计	18,251	22,469	22,225	22,332	22,355
总负债	33,084	51,857	47,638	47,750	48,513
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	8,864	9,077	7,537	7,535	7,666
应付票据	732	416	942	942	958
预收账款	18	9	8	8	8
其他流动负债	664	1,057	281	291	489
流动负债合计	32,683	51,027	46,995	47,107	47,870
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	253	243	243	243	243
非流动负债合计	400	831	643	643	643
股东权益	132,349	136,395	141,344	149,668	159,404
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
公积金	36,271	41,747	41,747	41,747	41,747
未分配利润	89,405	87,657	91,557	98,827	107,450
归属母公司权益	129,558	133,285	137,186	144,455	153,079
少数股东权益	2,791	3,110	4,158	5,213	6,325

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	9.36%	11.99%	12.50%	12.40%	12.30%
管理费用率	3.99%	3.99%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	-2.97%	-3.18%	-3.67%	-3.66%	-3.51%
研发费用率	0.39%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	4.67	5.75	4.92	4.94	5.22
每股经营现金流	10.75	8.74	9.22	6.57	6.28
每股净资产	33.38	34.34	35.34	37.22	39.44
每股销售收入	21.45	22.97	19.64	19.69	20.54

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15	15	18	18	17
PB	3.6	3.5	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	10.8	10.2	11.7	11.4	10.8
股息率	3.9%	4.8%	4.1%	4.2%	4.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP