

五粮液（000858.SZ）

2025Q3 经营加速调整，中期分红规划提振信心

优于大市

核心观点

2025Q3 业绩下滑幅度较大，中期分红提振信心。2025Q1-3 公司实现营业总收入 609.5 亿元/同比-10.3%，归母净利润 215.1 亿元/同比-13.7%；其中 2025Q3 营业总收入 81.7 亿元/同比-52.7%，归母净利润 20.2 亿元/同比-65.6%，第三季度业绩下滑幅度扩大，经营加速调整、释放需求压力；公司公告中期分红规划，提振市场信心。

需求压力下公司积极为渠道纾压，预计市场动销表现好于报表收入端。2025Q3 销售收现 71.4 亿元/同比-74.7%，截至 2025Q3 末合同负债 92.68 亿元/环比-8.09 亿元/同比+21.96 亿元，上半年大型经销商贡献较多收入，第三季度公司以市场健康良性为主，集中去化渠道库存，适当降低回款和发货速度。我们预计市场实际动销表现好于报表收入表现，普五批价下行后性价比有所凸显，终端周转速度领先于千元价位其他产品；五粮液 1618、五粮春/尖庄等系列酒产品在宴席场景开瓶表现具有韧性。

增加市场费用投入，维护厂商关系，促进消费者开瓶。2025Q3 经营性现金流净额-28.89 亿元/同比-117.7%，与收现减少、增加现金费用投入有关。9 月公司主动给予渠道补贴政策，呵护经销商利润空间，激励优质经销商走出负向反馈。2025Q3 毛利率同比-13.53pcts 至 62.6%，我们预计主因普五渠道补贴、1618 及系列酒产品加大宴席买赠和扫码红包力度所致，消费者开瓶表现反馈较好。2025Q3 税金及附加/销售费用/管理费用率分别为 15.47%/15.09%/7.17%，同比+0.62%/+1.06%/+3.16pcts，主因收入降速但员工薪酬等支出具有刚性。

投资建议：展望第四季度，高端白酒消费需求仍处于缓慢复苏阶段，叠加去年较高基数影响，预计公司仍以去化库存、稳定价盘为主，也将积极反哺渠道和消费者，在市场动销层面提升自身份额。下调此前收入及净利润预测，预计 2025-2027 年公司收入 758.2/757.6/795.3 亿元，同比-15.0%/-0.1%/+5.0%（前值同比+2.1%/+5.1%/+5.8%）；预计归母净利润 256.7/258.7/278.7 亿元，同比-19.4%/+0.8%/+7.7%（前值同比-2.3%/+3.0%/+7.2%），当前股价对应 25/26 年 17.9/17.8 倍 P/E。公司公告中期分红，拟派发现金红利 100.1 亿元（含税），按我们 2025 年预测净利润对应 39% 分红率；根据公司此前股东回报规划，2024-2026 年现金分红总额不低于 200 亿元，对应 2025 年 78% 分红率和 4.3% 股息率，当前估值具有较高安全边际，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	75,816	75,761	79,528
(+/-%)	12.6%	7.1%	-15.0%	-0.1%	5.0%
净利润(百万元)	30211	31853	25665	25870	27871
(+/-%)	13.2%	5.4%	-19.4%	0.8%	7.7%
每股收益(元)	7.78	8.21	6.61	6.66	7.18
EBIT Margin	46.9%	45.8%	43.0%	43.4%	44.5%
净资产收益率 (ROE)	23.3%	23.9%	18.2%	17.4%	17.7%
市盈率 (PE)	15.2	14.4	17.9	17.8	16.5
EV/EBITDA	12.5	12.3	14.8	14.5	13.5
市净率 (PB)	3.55	3.45	3.26	3.09	2.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn

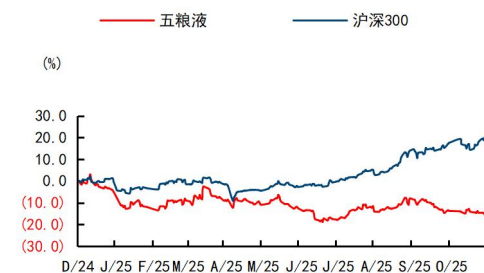
S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	118.99 元
总市值/流通市值	461873/461853 百万元
52 周最高价/最低价	164.60/115.40 元
近 3 个月日均成交额	2773.96 百万元

市场走势

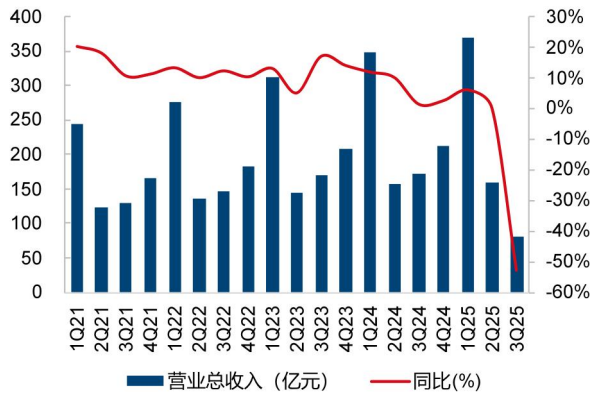


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

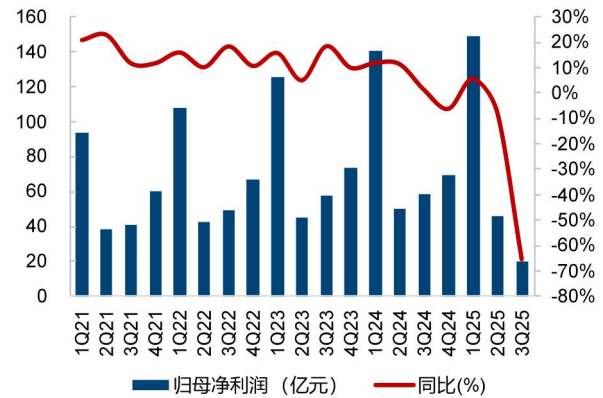
- 《五粮液（000858.SZ）-2025Q2 收入同比正增，产品及渠道端展现韧性》——2025-08-28
- 《五粮液（000858.SZ）-2025 年全面推进营销改革，第一季度实现开门红》——2025-04-26
- 《五粮液（000858.SZ）-理性调整经营节奏，推动营销执行力提升》——2024-12-22
- 《五粮液（000858.SZ）-第三季度报表质量较高，规划分红率不低于 70%》——2024-11-01
- 《五粮液（000858.SZ）-第二季度收入同比增长 10%，现金流反映厂商关系向好》——2024-08-29

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



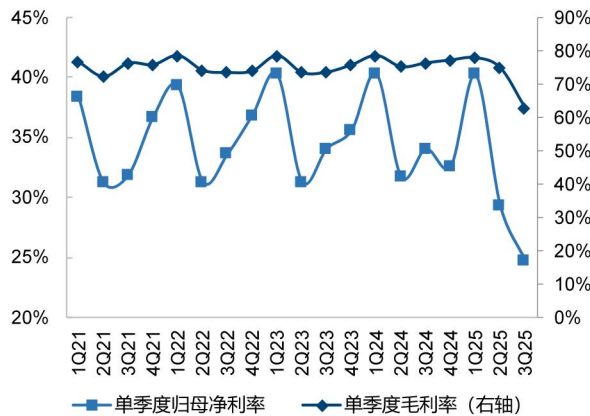
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



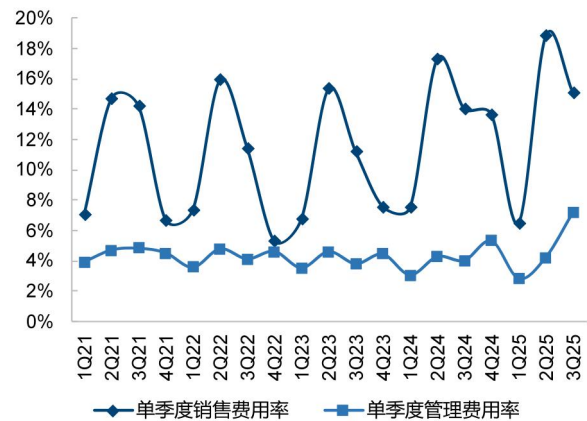
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 五粮液盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	89,175	91,073	95,704	75,816	75,761	-16.8%	-20.8%
收入同比增速%	7.1%	2.1%	5.1%	-15.0%	-0.1%	-17.11pcts	-5.16pcts
毛利率%	77.1%	75.4%	74.7%	76.2%	76.0%	0.78pcts	1.3pcts
销售费用率%	77.1%	12.5%	12.3%	14.0%	13.0%	1.5pcts	0.7pcts
管理费用率%	4.0%	3.6%	3.6%	4.0%	4.0%	0.4pcts	0.4pcts
归母净利润（百万元）	31,853	31,132	32,056	25,665	25,870	-17.6%	-19.3%
归母净利润同比增速%	5.4%	-2.3%	3.0%	-19.4%	0.8%	-17.16pcts	-2.17pcts
净利率%	35.7%	34.2%	33.5%	33.9%	34.1%	-0.33pcts	0.65pcts
EPS（元）	8.21	8.02	8.26	6.61	6.66	-17.6%	-19.3%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2025/10/31	2025/10/31		2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,427	17,908		862.3	925.0	20.8	19.4
000858.SZ	五粮液	优于大市	118	4,619		318.5	256.7	14.4	17.9

000568.SZ	泸州老窖	优于大市	130	1,980	134.7	124.7	14.7	15.9
600809.SH	山西汾酒	优于大市	188	2,324	122.4	123.2	19.0	18.9
002304.SZ	洋河股份	中性	71	1,067	66.7	44.8	16.0	23.8
000799.SZ	酒鬼酒	中性	63	207	0.1	0.6	1654.1	339.3
600702.SH	舍得酒业	优于大市	59	207	3.5	5.9	59.8	34.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	151	851	55.2	52.2	15.4	16.3
603369.SH	今世缘	优于大市	32	194	16.6	11.5	11.7	16.8
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	42	339	25.9	21.6	13.1	15.7
603589.SH	口子窖	中性	39	484	34.1	30.3	14.2	16.0
603919.SH	金徽酒	优于大市	20	101	3.9	3.8	26.0	26.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除五粮液以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	115456	127399	115776	127421	137011	营业收入	83272	89175	75816	75761	79528
应收款项	82	95	78	78	82	营业成本	20157	20461	18034	18173	18995
存货净额	17388	18234	23119	20861	17473	营业税金及附加	12532	13041	11069	11364	12088
其他流动资产	14256	20056	19932	16642	18754	销售费用	7796	10692	10614	9849	9543
流动资产合计	147182	165783	158904	165003	173320	管理费用	3393	3702	3139	3137	3129
固定资产	10813	13060	15025	16919	18592	研发费用	322	405	341	341	358
无形资产及其他	2057	2671	2565	2460	2354	财务费用	(2473)	(2834)	(3024)	(3029)	(3293)
投资性房地产	3360	4656	4656	4656	4656	投资收益	58	75	75	69	73
长期股权投资	2020	2082	2138	2197	2256	资产减值及公允价值变动	4	(2)	9	4	4
资产总计	165433	188252	183289	191235	201179	其他收入	75	15	(341)	(341)	(358)
短期借款及交易性金融负债	15	409	266	230	302	营业利润	42004	44200	35727	35999	38785
应付款项	9597	9493	8170	8237	8570	营业外净收支	(91)	(37)	(64)	(50)	(57)
其他流动负债	23072	41125	29426	28938	29649	利润总额	41913	44163	35663	35948	38728
流动负债合计	32683	51027	37863	37405	38521	所得税费用	10392	10970	8916	8987	9682
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1310	1340	1082	1091	1175
其他长期负债	400	831	903	1114	1116	归属于母公司净利润	30211	31853	25665	25870	27871
长期负债合计	400	831	903	1114	1116	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	33084	51857	38766	38519	39636	净利润	30211	31853	25665	25870	27871
少数股东权益	2791	3110	3538	3970	4435	资产减值准备	(22)	1	(0)	(0)	(0)
股东权益	129558	133285	140985	148746	157107	折旧摊销	515	710	1082	1443	1664
负债和股东权益总计	165433	188252	183289	191235	201179	公允价值变动损失	(4)	2	(9)	(4)	(4)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(2473)	(2834)	(3024)	(3029)	(3293)
每股收益	7.78	8.21	6.61	6.66	7.18	营运资本变动	11071	10425	(17691)	5336	2318
每股红利	4.09	4.96	4.63	4.67	5.03	其它	643	530	429	432	465
每股净资产	33.38	34.34	36.32	38.32	40.47	经营活动现金流	42414	43521	9475	33078	32314
ROIC	25.51%	24.87%	20%	19%	21%	资本开支	0	(2808)	(2934)	(3227)	(3227)
ROE	23.32%	23.90%	18%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	76%	77%	76%	76%	76%	投资活动现金流	(34)	(2869)	(2991)	(3286)	(3286)
EBIT Margin	47%	46%	43%	43%	45%	权益性融资	1	92	0	0	0
EBITDA Margin	48%	47%	44%	45%	47%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	13%	7%	-15%	-0%	5%	支付股利、利息	(15894)	(19241)	(17966)	(18109)	(19509)
净利润增长率	13%	5%	-19%	1%	8%	其它融资现金流	12506	9681	(142)	(36)	72
资产负债率	22%	29%	23%	22%	22%	融资活动现金流	(19282)	(28709)	(18108)	(18146)	(19438)
股息率	3.5%	4.2%	3.9%	3.9%	4.2%	现金净变动	23098	11943	(11623)	11646	9590
P/E	15.2	14.4	17.9	17.8	16.5	货币资金的期初余额	92358	115456	127399	115776	127421
P/B	3.5	3.5	3.3	3.1	2.9	货币资金的期末余额	115456	127399	115776	127421	137011
EV/EBITDA	12.5	12.3	14.8	14.5	13.5	企业自由现金流	0	39048	4921	28224	27316
						权益自由现金流	0	48729	7047	30460	29857

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032