

主动释压大幅出清 百亿分红显长期信心

2025 年 11 月 02 日

➤ **事件：**公司于 10 月 31 日发布 2025 年中报，25 年 Q1-3 公司累计实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 609.45/215.11/214.95 亿元，同比-10.26%/-13.72%/-13.44%，其中单 25Q3 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 81.74/20.19/20.15 亿元，同比-52.66%/-65.62%/-65.81%，这是本轮周期下公司首次主动调节经营节奏，释放了公司尊重市场规律，维护品牌价值，坚守长期主义，保护渠道利益的决心。

➤ **需求萎缩导致普五批价下探，公司及时制定阶段性补贴稳定渠道信心。**受场景缺失、需求萎缩影响，三季度以来普五批价持续走跌，渠道利润倒挂，经销商回款意愿降至冰点，公司主动放慢节奏，阶段性增加渠道补贴力度。同时公司积极布局宴席场景，以 1618 和 39 度五粮液为抓手，通过加码宴席政策、扫码红包等营销手段，年内宴席场次和开瓶数量同比双位数增长；此外为顺应年轻群体低度化的饮酒趋势，公司 8 月末推出 29 度新品“一见倾心”，上市 60 天销售过亿。浓香系列酒年内通过旺季扫码红包引流，增加消费者互动提高复购，同时针对大众价位带产品适度降低宴席政策门槛，扩大客群覆盖面，预计下滑幅度略好于大盘。

➤ **阶段性高额补贴拉低吨价，成本、费用端的规模效应缩水，单三季度利润中枢被压制。**25Q1-3/25Q3 毛利率分别为 74.93%/62.64%，同比-2.13/-13.53pcts，三季度毛利率大幅下滑或与批价倒挂，公司加大经销商补贴力度拉低吨价有关。25Q1-3 销售/管理费用率分别为 10.88%/3.77%，同比-0.59/+0.19pcts，25Q3 分别为 15.09%/7.17%，同比+1.06/+3.16pcts，公司根据市场需求及时调整营销策略，减少广宣促销费用投放，销售费控略有成效，但管理费用相对刚性，规模效应缩水，费率显著提升。25Q1-3/25Q3 税金及附加率 14.96%/15.47%，同比+0.63/+0.62pcts 相对稳定，25Q1-3/25Q3 归母净利率分别为 35.30%/24.70%，同比-1.41/-9.31pcts，净利率水平大幅下滑或因阶段性高额补贴拉低吨价，成本、费用端规模效应缩水等多因素共同拖累所致。

➤ **中期百亿现金分红落地，股东回报再加码。**公司发布中期分红方案，每 10 股派发现金红利 25.78 元，合计拟派发现金红利 100 亿元，公司加强现金分红，重视股东回报，彰显管理层长期信心。

➤ **投资建议：**普五千元价格带第一大单品的不动摇，短期需求受多方面因素压制，三季度开启出清序幕，后续随基本面边际修复，普五批价及动销有望企稳上行。预计 25-27 年分别实现归母净利润 251.62/253.53/269.51 亿元，同比-21.0%/+0.8%/+6.3%，当前股价对应 PE 为 18/18/17 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**税收等产业政策调整的不确定性风险；供需不均衡导致的批发价格波动风险；千元价格带竞争加剧；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	89,175	76,958	78,113	81,628
增长率 (%)	7.1	-13.7	1.5	4.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	31,853	25,162	25,353	26,951
增长率 (%)	5.4	-21.0	0.8	6.3
每股收益 (元)	8.21	6.48	6.53	6.94
PE	15	18	18	17
PB	3.5	3.4	3.0	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

118.99 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

邮箱：sunran@glms.com.cn

相关研究

1.五粮液 (000858.SZ) 2025 年半年报点评：宴席带动开瓶率增长 逆周期营收韧性足-2025/08/29

2.五粮液 (000858.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：24 年平稳收官 期待改革显效-2025/04/27

3.五粮液 (000858.SZ) 动态更新报告：营销执行提升年 品牌份额双提升-2024/12/20

4.五粮液 (000585.SZ) 2024 年三季报点评：稳健经营，分红规划塑信心-2024/10/31

5.五粮液 (000585.SZ) 2024 年中报点评：业绩稳健增长 盈利水平抬升-2024/08/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	89,175	76,958	78,113	81,628
营业成本	20,461	20,893	21,484	22,058
营业税金及附加	13,041	11,544	11,717	11,999
销售费用	10,692	8,927	9,374	9,795
管理费用	3,555	3,463	3,125	3,265
研发费用	405	231	234	245
EBIT	41,299	32,193	32,477	34,577
财务费用	-2,834	-2,495	-2,467	-2,563
资产减值损失	2	-3	-3	0
投资收益	75	53	54	56
营业利润	44,200	34,739	34,996	37,198
营业外收支	-37	-24	-17	-14
利润总额	44,163	34,716	34,979	37,184
所得税	10,970	8,505	8,570	9,110
净利润	33,193	26,210	26,409	28,074
归属于母公司净利润	31,853	25,162	25,353	26,951
EBITDA	42,518	33,541	34,088	36,368

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	127,399	125,077	141,378	159,145
应收账款及票据	48	60	58	63
预付款项	145	160	164	169
存货	18,234	14,506	14,916	15,318
其他流动资产	19,958	14,092	14,302	14,887
流动资产合计	165,783	153,895	170,819	189,583
长期股权投资	2,082	2,082	2,082	2,082
固定资产	7,265	7,863	8,429	8,472
无形资产	2,671	2,671	2,671	2,671
非流动资产合计	22,469	23,441	23,935	23,932
资产合计	188,252	177,336	194,754	213,515
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	9,493	9,663	9,937	10,202
其他流动负债	41,533	26,603	27,345	27,850
流动负债合计	51,027	36,267	37,282	38,052
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	831	764	764	764
非流动负债合计	831	764	764	764
负债合计	51,857	37,031	38,046	38,817
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
少数股东权益	3,110	4,158	5,214	6,337
股东权益合计	136,395	140,305	156,708	174,699
负债和股东权益合计	188,252	177,336	194,754	213,515

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.09	-13.70	1.50	4.50
EBIT 增长率	4.63	-22.05	0.88	6.47
净利润增长率	5.44	-21.01	0.76	6.30
盈利能力 (%)				
毛利率	77.05	72.85	72.50	72.98
净利率	35.72	32.70	32.46	33.02
总资产收益率 ROA	16.92	14.19	13.02	12.62
净资产收益率 ROE	23.90	18.48	16.74	16.01
偿债能力				
流动比率	3.25	4.24	4.58	4.98
速动比率	2.50	3.45	3.79	4.18
现金比率	2.50	3.45	3.79	4.18
资产负债率 (%)	27.55	20.88	19.54	18.18
经营效率				
应收账款周转天数	0.16	0.17	0.17	0.16
存货周转天数	313.36	282.06	246.51	246.72
总资产周转率	0.50	0.42	0.42	0.40
每股指标 (元)				
每股收益	8.21	6.48	6.53	6.94
每股净资产	34.34	35.08	39.03	43.37
每股经营现金流	8.74	5.80	7.32	7.63
每股股利	5.75	2.58	2.60	2.76
估值分析				
PE	15	18	18	17
PB	3.5	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	7.67	9.72	9.57	8.97
股息收益率 (%)	4.83	2.17	2.18	2.32

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	33,193	26,210	26,409	28,074
折旧和摊销	1,219	1,348	1,611	1,791
营运资金变动	541	-5,197	388	-227
经营活动现金流	33,940	22,495	28,408	29,628
资本开支	-2,656	-1,936	-1,685	-1,365
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-2,642	-2,054	-1,631	-1,309
股权募资	92	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-19,622	-22,763	-10,476	-10,552
现金净流量	11,676	-2,321	16,301	17,767

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048