

五粮液（000858）

2025 年三季报点评：务实调整，磨砺以须 买入（维持）

2025 年 11 月 02 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	83,272	89,175	72,081	72,796	79,219
同比（%）	12.58	7.09	(19.17)	0.99	8.82
归母净利润（百万元）	30,211	31,853	24,400	24,737	27,550
同比（%）	13.19	5.44	(23.40)	1.38	11.37
EPS-最新摊薄（元/股）	7.78	8.21	6.29	6.37	7.10
P/E（现价&最新摊薄）	15.29	14.50	18.93	18.67	16.76

投资要点

■ **事件：**公司发布 2025 年三季报，25Q1~3 收入实现 609.45 亿元，同比-10.26%；归母净利 215.11 亿元，同比-13.72%；25Q3 收入实现 81.74 亿元，同比-52.66%；归母净利 20.19 亿元，同比-65.62%。

■ **报表压力加速释放，渠道变革持续推进。**25Q1~3、Q3 营收同比-10.3%、-52.7%，囿于 Q2 以来送礼、商务需求持续低迷，公司及时转向调整，五粮液高端及浓香系列均有一定程度的降速去库。①普五 2025 年按统一规则调减传统渠道配额，中秋国庆节前明确经销商补贴政策+平台公司回购低价货源，帮助普五批价止跌企稳。②1618、低度保持渠道支持及开瓶培育力度，拉动二者开瓶量和宴席场次稳定增长。③五粮浓香公司坚持“守正创新、开疆拓土、多作贡献”战略导向，围绕产品动销、价值回归、市场分类分级建设、品牌文化传播、市场基础建设等重点工作，各项工作稳中有进、稳中有新。

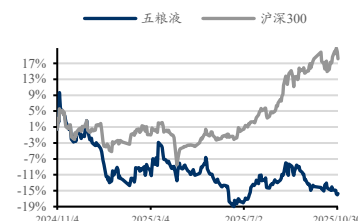
■ **回款放缓，货折投入拖累业绩表现。**1) **收现端：**25Q3 公司销售收现同比-74.7%，单季收现比为 87.4%，1 是受消费环境冲击及普五批价走低影响，经销商打款意愿相对较弱；2 是公司收款节奏先快后慢，25Q3 季末合同负债同比/环比分别+22.0/-8.1 亿元。2) **利润端：**25Q3 公司净利率同比-10.0pct，主要系毛利率恶化所致。①25Q3 公司综合毛利率同比-13.5pct，主系中秋国庆节前，公司加大经销商补贴力度、且专营公司主动回购低价库存，货折投入拖累毛利率表现。②25Q3 销售费率同比+1.1pct，费用同比-49.1%；25Q3 管理费率（含研发）同比+4.0pct，费用同比-11.3%。公司费用管控较为严格，销售费用跟随营收及时调整。

■ **产品投放按需匹配，渠道优化久久为功。**面对白酒行业深度调整，公司以巩固自身发展的确定性应对外部环境的不确定性。1) **产品规划：**根据消费者需求匹配合适产品。普五坚持量价平衡的市场策略，动态适应市场需求；1618、低度以高质量动销为导向，加大市场投入、强化消费者教育。2) **渠道优化：**及时纾压保障渠道质量，着力完善多元布局。在现有大商制基础上，五粮液已迈出重塑渠道生态的关键一步，专营公司带来的渠道变革，结合实干派营销高管的专业管理，将是公司强化营销管控的有益尝试。当前面临外部环境带来的需求压力，期待公司着眼长期，充分发挥专营公司体制优势，探索与企业团购客户合作共赢的跨界营销新模式，聚焦资源开发新需求、新场景。

■ **盈利预测与投资建议：**参考 2025 年三季报情况，考虑高端需求复苏进程相对缓和，且公司加大去库出清力度，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 244、247、276 亿元（前值为 316、320、349 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 19、19、17X，考虑公司短期大力去库有利于夯实长期发展基础，且中长期利润中枢有望较当前值实现一定修复，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、渠道改革效果不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	118.99
一年最低/最高价	115.40/164.60
市净率(倍)	3.24
流通 A 股市值(百万元)	461,853.08
总市值(百万元)	461,872.54

基础数据

每股净资产(元,LF)	36.71
资产负债率(%,LF)	19.26
总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股(百万股)	3,881.44

相关研究

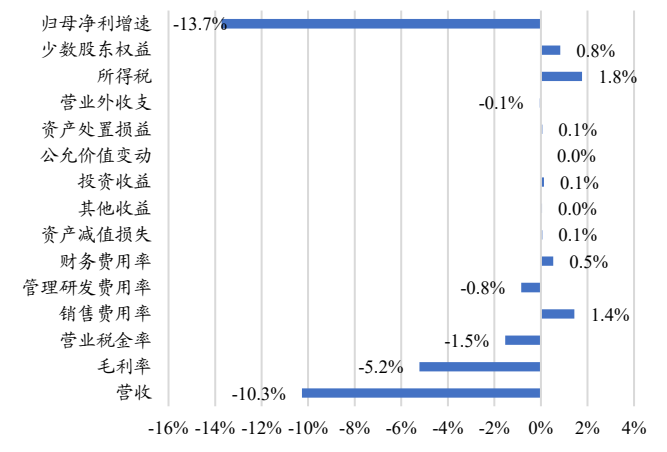
《五粮液(000858): 2025 年中报点评: 迎难而上，务实求变》

2025-08-28

《五粮液(000858): 2024 年报及 2025 一季报点评: 24 年稳健收官，25 年改革风劲》

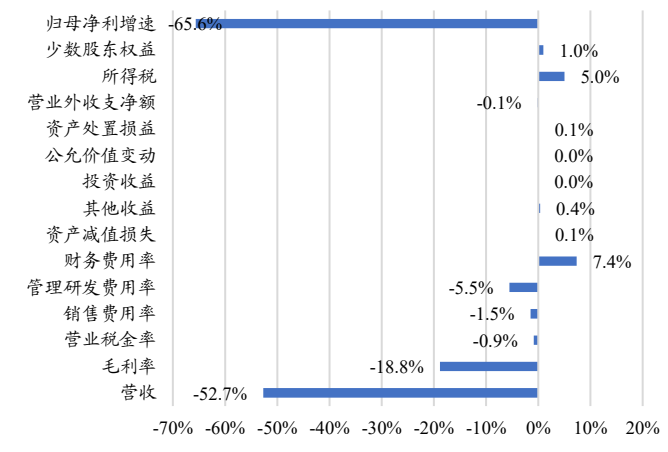
2025-04-28

图1：25Q1~3 五粮液归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q3 五粮液归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

五粮液三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	165,783	149,725	160,289	169,197	营业总收入	89,175	72,081	72,796	79,219
货币资金及交易性金融资产	127,399	119,445	128,409	138,388	营业成本(含金融类)	20,461	19,109	19,627	20,937
经营性应收款项	19,759	13,863	12,639	12,386	税金及附加	13,041	10,792	10,919	11,776
存货	18,234	16,019	18,805	17,979	销售费用	10,692	7,966	8,078	8,645
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,555	3,460	2,875	2,931
其他流动资产	392	398	435	444	研发费用	405	288	291	317
非流动资产	22,469	21,684	21,972	22,318	财务费用	(2,834)	(2,747)	(2,855)	(3,070)
长期股权投资	2,082	2,143	2,204	2,265	加:其他收益	274	183	209	202
固定资产及使用权资产	8,061	10,746	12,143	12,848	投资净收益	75	107	61	63
在建工程	5,795	2,992	1,595	847	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,671	2,730	2,783	2,916	减值损失	0	(15)	(6)	(7)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	(3)	13	2	3
长期待摊费用	142	128	115	103	营业利润	44,200	33,500	34,125	37,945
其他非流动资产	3,716	2,945	3,131	3,336	营业外净收支	(37)	(47)	(58)	(47)
资产总计	188,252	171,409	182,261	191,515	利润总额	44,163	33,453	34,067	37,898
流动负债	51,027	31,254	33,465	31,422	减:所得税	10,970	8,226	8,346	9,285
短期借款及一年内到期的非流动负债	409	266	230	302	净利润	33,193	25,227	25,721	28,613
经营性应付款项	9,502	7,235	8,428	4,613	减:少数股东损益	1,340	827	984	1,063
合同负债	11,690	8,599	9,814	10,887	归属母公司净利润	31,853	24,400	24,737	27,550
其他流动负债	29,426	15,153	14,993	15,620	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.21	6.29	6.37	7.10
非流动负债	831	831	831	831	EBIT	41,299	30,649	31,215	34,816
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	42,518	31,131	31,595	35,137
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	77.05	73.49	73.04	73.57
租赁负债	394	394	394	394	归母净利率(%)	35.72	33.85	33.98	34.78
其他非流动负债	437	437	437	437	收入增长率(%)	7.09	(19.17)	0.99	8.82
负债合计	51,857	32,085	34,296	32,253	归母净利润增长率(%)	5.44	(23.40)	1.38	11.37
归属母公司股东权益	133,285	135,388	143,045	153,279					
少数股东权益	3,110	3,937	4,920	5,983					
所有者权益合计	136,395	139,324	147,965	159,262					
负债和股东权益	188,252	171,409	182,261	191,515					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	33,940	14,400	25,974	26,957	每股净资产(元)	34.34	34.88	36.85	39.49
投资活动现金流	(2,642)	(428)	(512)	(480)	最新发行在外股份(百万股)	3,882	3,882	3,882	3,882
筹资活动现金流	(19,622)	(22,451)	(17,128)	(17,256)	ROIC(%)	23.02	16.68	16.33	17.04
现金净增加额	11,676	(8,479)	8,333	9,222	ROE-摊薄(%)	23.90	18.02	17.29	17.97
折旧和摊销	1,219	481	380	321	资产负债率(%)	27.55	18.72	18.82	16.84
资本开支	(2,656)	(456)	(490)	(455)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.50	18.93	18.67	16.76
营运资本变动	541	(12,066)	11	(1,808)	P/B(现价)	3.47	3.41	3.23	3.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>