

2025 年 11 月 03 日

大力坚决出清，经营方向转向良性发展

五粮液(000858)

评级:	买入	股票代码:	000858
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	164.6/115.4
目标价格:		总市值(亿)	4,618.73
最新收盘价:	118.99	自由流通市值(亿)	4,618.53
		自由流通股数(百万)	3,881.44

事件概述

10 月 30 日，公司发布三季报。2025Q1-3，公司实现营业总收入 609.45 亿元，同比-10.26%，实现归母净利润 215.11 亿元，同比-13.72%。2025Q3，公司实现营业总收入 81.74 亿元，同比-52.66%，实现归母净利润 20.19 亿元，同比-65.62%。

分析判断:

► 调整力度大、决心坚定，尊重市场客观状况更为务实。

此次公司单季度营收、业绩双降，是继 2016 年三季度以来的首次，且降幅均超过 50%，此次公司调整出清的力度和决心，均超出前期市场预期。

25Q3 末，公司合同负债余额为 92.68 亿元，同比+31.05%，回溯看属于历史正常范围内，预收款仍较为充裕，可见 Q3 公司收入大幅下滑，不仅是因为行业外部环境恶化，也存在公司主动调整、克制发货的因素。Q3 末，公司应收款项融资余额为 33.45 亿元，在同期低基数下，进一步大幅下降 56%，环比 Q2 末继续小幅减少，创下近三年来最低金额，我们认为，从 Q2 开始应收款项融资便大幅减少，意味着自行业进一步恶化以来，公司变得更加务实，尊重市场客观事实，不再强求渠道回款。

► 控量+收货双管齐下，核心单品市场秩序逐步恢复。

受行业调整、需求恢复不及预期等因素影响，Q3 公司大单品八代五粮液批价有所下滑，为稳定市场秩序、改善渠道利润和信心，公司于中秋国庆旺季前召开了各省区核心经销商会议，大力整治、严控严管，市场低价货源由平台公司统一回收，并对窜货行为进行了严厉处罚，以帮助核心大单品批价回升。5 月底开始行业再一次恶化，高档白酒受影响较大，公司营收结构中，五粮液品牌占比约 80%，我们推测，单 Q3 五粮液品牌下滑幅度较大，在需求弱化的同时，公司为维护市场秩序、保护八代五粮液价格体系，除减少发货外，更是大力度从市面上回收低价产品，尽管加剧了收入下滑，动作效果十分显著，旺季节前八代五粮液调货价显著回升，渠道信心有所恢复，动销也恢复顺畅。

► 市场维稳、收入调整致盈利能力短期下降，后续有望恢复，公司费控能力良好。

25Q3，公司毛利率为 62.64%，同比-13.53pcts，过去公司季度毛利率一向稳定，此次出现较大幅度下降，我们认为或有两个因素：1) 五粮液品牌产品三季度市场价下行，公司为保障渠道利润、消费者动销，加大了渠道端、消费者端投入；2) 发货量大幅减少，而营业成本中部分固定成本无法同步削减，导致吨成本摊多，后续营收恢复增长以后，该影响因素则会消除，毛利率仍有望恢复至过往水平。费用率方面，25Q3 公司整体期间费用率同比-0.25pct，费用率保持平稳，分细项来看，Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +1.06pcts/+3.16pcts/+0.81pct/-5.28pcts，管理费用因收入下滑摊多，销售费用率控制良好，我们推测系销售费用中占比较高的促销费随发货量减少同步减少的关系，而财务费用率的下降有效对冲了收入下降对费用率的负面影响。综合上述影响，公司净利率同比-10.01pcts。

投资建议

尽管行业自 22 年开始即进入调整期，此次 Q3 公司营收、业绩双双大幅下滑，却为近十年来首次，即使 5 月底行业外部环境就开始面临巨大压力，公司 Q2 仍争取实现了正增长，我们认为，此举或代表着公司的经营方向由业绩稳健转为市场良性发展，短期牺牲了销量却效果明显，换来了批价在节前的迅速回升及旺季顺畅的动

销，实为有利于品牌经营的好事，下滑体现务实，幅度彰显决心，我们预计 Q4 或将延续 Q3 的经营方针，继续追求五粮液品牌、五粮浓香品牌的市场基本面回稳向好。

风险提示

根据公司前三季度经营业绩，当前行业尚未完全恢复，我们下调公司盈利预测，25-27 年营业收入由 920.22/943.65/971.08 亿元下调至 716.72/717.62/723.53 亿元，归母净利润由 322.65/331.30/345.68 亿元下调至 241.14/240.32/246.06 亿元，EPS 由 8.31/8.54/8.91 元下调至 6.21/6.19/6.34 元，2025 年 10 月 31 日收盘价 118.99 元，对应 25-27 年 PE 分别为 19.2/19.2/18.8 倍，维持“买入”评级。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	71,672	71,762	72,353
YoY (%)	12.6%	7.1%	-19.6%	0.1%	0.8%
归母净利润(百万元)	30,211	31,853	24,114	24,032	24,606
YoY (%)	13.2%	5.4%	-24.3%	-0.3%	2.4%
毛利率 (%)	75.8%	77.1%	75.0%	74.6%	74.2%
每股收益 (元)	7.78	8.21	6.21	6.19	6.34
ROE	23.3%	23.9%	16.4%	14.0%	12.6%
市盈率	15.29	14.50	19.15	19.22	18.77

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：郭辉

邮箱：guohui1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120002

联系电话：

分析师：沈嘉雯

邮箱：shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话：

分析师：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	89,175	71,672	71,762	72,353	净利润	33,193	25,186	25,073	25,671
YoY (%)	7.1%	-19.6%	0.1%	0.8%	折旧和摊销	1,219	280	282	431
营业成本	20,461	17,930	18,228	18,649	营运资金变动	541	-18,428	14,607	-9,916
营业税金及附加	13,041	10,822	10,836	10,811	经营活动现金流	33,940	6,978	39,906	16,128
销售费用	10,692	8,386	8,324	8,321	资本开支	-2,656	-1,405	-1,869	-2,299
管理费用	3,555	2,939	2,870	2,822	投资	0	-57	-51	-56
财务费用	-2,834	-1,911	-1,845	-2,415	投资活动现金流	-2,642	-1,395	-1,861	-2,293
研发费用	405	326	310	323	股权募资	92	0	0	0
资产减值损失	2	-6	-3	-3	债务募资	0	0	0	0
投资收益	75	67	59	63	筹资活动现金流	-19,622	-10,007	0	0
营业利润	44,200	33,470	33,339	34,135	现金净流量	11,676	-4,423	38,045	13,834
营业外收支	-37	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	44,163	33,470	33,339	34,135	成长能力				
所得税	10,970	8,284	8,266	8,464	营业收入增长率	7.1%	-19.6%	0.1%	0.8%
净利润	33,193	25,186	25,073	25,671	净利润增长率	5.4%	-24.3%	-0.3%	2.4%
归属于母公司净利润	31,853	24,114	24,032	24,606	盈利能力				
YoY (%)	5.4%	-24.3%	-0.3%	2.4%	毛利率	77.1%	75.0%	74.6%	74.2%
每股收益	8.21	6.21	6.19	6.34	净利率	35.7%	33.6%	33.5%	34.0%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	16.9%	13.0%	11.1%	10.2%
货币资金	127,399	122,976	161,021	174,855	净资产收益率 ROE	23.9%	16.4%	14.0%	12.6%
预付款项	145	137	141	140	偿债能力				
存货	18,234	11,926	18,930	12,873	流动比率	3.25	4.89	4.94	5.66
其他流动资产	20,006	26,817	10,777	25,847	速动比率	2.88	4.52	4.43	5.31
流动资产合计	165,783	161,857	190,869	213,714	现金比率	2.50	3.72	4.16	4.63
长期股权投资	2,082	2,138	2,189	2,245	资产负债率	27.5%	18.3%	18.3%	16.0%
固定资产	7,265	7,742	8,455	9,442	经营效率				
无形资产	2,671	3,376	4,329	5,086	总资产周转率	0.50	0.38	0.36	0.32
非流动资产合计	22,469	23,644	25,279	27,200	每股指标 (元)				
资产合计	188,252	185,501	216,148	240,914	每股收益	8.21	6.21	6.19	6.34
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	34.34	37.97	44.16	50.50
应付账款及票据	9,493	5,100	9,888	5,938	每股经营现金流	8.74	1.80	10.28	4.15
其他流动负债	41,533	27,996	28,782	31,826	每股股利	5.75	2.58	0.00	0.00
流动负债合计	51,027	33,095	38,670	37,764	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	14.50	19.15	19.22	18.77
其他长期负债	831	831	831	831	PB	4.08	3.13	2.69	2.36
非流动负债合计	831	831	831	831					
负债合计	51,857	33,926	39,501	38,595					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882					
少数股东权益	3,110	4,182	5,222	6,287					
股东权益合计	136,395	151,574	176,648	202,319					
负债和股东权益合计	188,252	185,501	216,148	240,914					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。