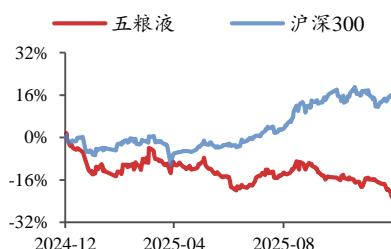


**五粮液 (000858.SZ)**

2025 年 12 月 11 日

**开始正视供需矛盾，期待后续批价企稳**
**——公司信息更新报告**
**投资评级：买入（维持）**

日期	2025/12/10
当前股价(元)	111.62
一年最高最低(元)	152.00/109.51
总市值(亿元)	4,332.65
流通市值(亿元)	4,332.47
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	38.81
近 3 个月换手率(%)	28.36

**股价走势图**


数据来源：聚源

**相关研究报告**

- 《增长承压，又到量价平衡关键节点——公司信息更新报告》-2025.9.3  
 《开局状态良好，渠道酝酿积极变化——公司信息更新报告》-2025.5.2

**张宇光（分析师）**

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

**逢晓娟（分析师）**

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790521060002

**● 供需矛盾接近极限，公司被迫调整节奏，维持“买入”评级**

公司核心产品八代五粮液年初批价从 930 回落至 12 月 800 元左右，尤其三季度回落速度较快，经销商盈利受损，引发市场对其后续发展可持续性担忧，我们认为公司 Q3 报表业绩进入出清节奏，风险逐步释放，供需矛盾、量价矛盾也将逐步缓解，期待后续公司发货与市场真实需求匹配后的批价企稳。考虑消费需求偏弱，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 268.1 (-52.2)、280.9 (-47.7)、303.6 (-40.2) 亿，同比分别-15.8%、+4.8%、+8.1%，对应 PE 分别为 16.6、15.8、14.6 倍，维持“买入”评级。

**● 公司三季度开始正视市场客观环境，调整供货节奏，批价逐步稳定**

2025 年初公司试图通过渠道改革控量保价，春节旺季发货较少，二季度发货较多。但二季度受到禁酒令影响，市场需求萎缩，进一步加剧了供需矛盾。三季度公司尊重市场规律，开始报表出清，单三季度收入下滑 53%，创上市以来最大跌幅。近期批价稳定在 800 元左右，没有进一步下降。

**● 放弃强制回款，加大了渠道补贴，解决经销商盈利问题**

从报表看，2025Q3 公司销售收现 71.4 亿，同比-74.7%，Q3 末合同负债 92.7 亿，环比上季度末减少 8.1 亿。上半年普五批价倒挂，经销商代理五粮液出现亏损，为了保障渠道利益，公司加大渠道补贴，导致 2025Q3 公司毛利率同比-13.5pcts 至 62.6% 大幅下降，Q3 净利率同比-10.0pcts 至 25.4%。

**● 消费者基础扎实，需求冲击触底，公司调整供给节奏，批价反转可期**

五粮液品牌知名度高，消费者基础好，我们认为 Q3 报表下滑是长期积累的压力一次性释放，只要正确认知当下环境，解决好经销商盈利问题，不过分追求报表增长，长期看，公司的稳健发展较好。

**● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。**
**财务摘要和估值指标**

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	83,272	89,175	78,618	80,722	86,523
YOY(%)	12.6	7.1	-11.8	2.7	7.2
归母净利润(百万元)	30,211	31,853	26,814	28,091	30,356
YOY(%)	13.2	5.4	-15.8	4.8	8.1
毛利率(%)	75.8	77.1	75.9	75.2	75.4
净利率(%)	37.9	37.2	35.7	36.4	36.6
ROE(%)	23.8	24.3	18.4	17.5	17.2
EPS(摊薄/元)	7.78	8.21	6.91	7.24	7.82
P/E(倍)	14.7	13.9	16.6	15.8	14.6
P/B(倍)	3.4	3.3	3.0	2.7	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	147182	165783	168648	199822	202445	<b>营业收入</b>	83272	89175	78618	80722	86523
现金	115456	127399	133752	159560	165310	营业成本	20157	20461	18970	20042	21310
应收票据及应收账款	43	48	33	49	39	营业税金及附加	12532	13041	11871	12189	13065
其他应收款	40	47	29	49	35	营业费用	7796	10692	9827	9687	10383
预付账款	169	145	132	152	153	管理费用	3319	3555	3538	3067	3288
存货	17388	18234	14791	20101	16997	研发费用	322	405	354	363	389
其他流动资产	14086	19911	19911	19911	19911	财务费用	-2473	-2834	-3131	-3592	-4008
<b>非流动资产</b>	18251	22469	20928	21039	21667	资产减值损失	-4	2	0	0	0
长期投资	2020	2082	2224	2361	2495	其他收益	331	274	0	0	0
固定资产	5192	7265	6950	7416	7969	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	2057	2671	2939	3260	3628	投资净收益	58	75	81	77	73
其他非流动资产	8982	10451	8815	8002	7574	资产处置收益	1	-3	0	0	0
<b>资产总计</b>	165433	188252	189576	220862	224111	<b>营业利润</b>	42004	44200	37269	39041	42167
<b>流动负债</b>	32683	51027	36619	52768	39159	营业外收入	45	40	50	50	50
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	136	77	100	100	100
应付票据及应付账款	9597	9493	8205	10494	9387	<b>利润总额</b>	41913	44163	37219	38991	42117
其他流动负债	23087	41533	28414	42274	29771	所得税	10392	10970	9186	9644	10429
<b>非流动负债</b>	400	831	831	831	831	<b>净利润</b>	31521	33193	28033	29347	31688
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	1310	1340	1218	1256	1332
其他非流动负债	400	831	831	831	831	<b>归属母公司净利润</b>	30211	31853	26814	28091	30356
<b>负债合计</b>	33084	51857	37450	53598	39990	EBITDA	39039	41125	34070	35436	38139
少数股东权益	2791	3110	4328	5583	6916	EPS(元)	7.78	8.21	6.91	7.24	7.82
股本	3882	3882	3882	3882	3882	<b>主要财务比率</b>	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683	<b>成长能力</b>					
留存收益	122994	126721	140470	154808	170595	营业收入(%)	12.6	7.1	-11.8	2.7	7.2
<b>归属母公司股东权益</b>	129558	133285	147799	161680	177206	营业利润(%)	13.0	5.2	-15.7	4.8	8.0
<b>负债和股东权益</b>	165433	188252	189576	220862	224111	归属于母公司净利润(%)	13.2	5.4	-15.8	4.8	8.1
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	75.8	77.1	75.9	75.2	75.4
						净利率(%)	37.9	37.2	35.7	36.4	36.6
						ROE(%)	23.8	24.3	18.4	17.5	17.2
						ROIC(%)	250.8	732.7	213.5	-8217.1	300.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	20.0	27.5	19.8	24.3	17.8
						净负债比率(%)	-87.0	-92.9	-87.8	-95.2	-89.7
						流动比率	4.5	3.2	4.6	3.8	5.2
						速动比率	4.0	2.9	4.2	3.4	4.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	2126.1	2229.5	2229.5	2229.5	2229.5
						应付账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	7.78	8.21	6.91	7.24	7.82
						每股经营现金流(最新摊薄)	10.75	8.74	3.88	9.61	4.64
						每股净资产(最新摊薄)	33.38	34.34	38.08	41.65	45.65
						<b>估值比率</b>					
						P/E	14.7	13.9	16.6	15.8	14.6
						P/B	3.4	3.3	3.0	2.7	2.5
						EV/EBITDA	8.5	7.8	9.2	8.2	7.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号  
楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号  
楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn