

## 守正创新，以更强决心深化变革

买入(维持)

| 盈利预测与估值       | 2023A  | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)    | 83,272 | 89,175 | 69,563  | 70,231 | 76,417 |
| 同比(%)         | 12.58  | 7.09   | (21.99) | 0.96   | 8.81   |
| 归母净利润(百万元)    | 30,211 | 31,853 | 22,543  | 22,544 | 25,122 |
| 同比(%)         | 13.19  | 5.44   | (29.23) | 0.00   | 11.43  |
| EPS-最新摊薄(元/股) | 7.78   | 8.21   | 5.81    | 5.81   | 6.47   |
| P/E(现价&最新摊薄)  | 14.20  | 13.47  | 19.03   | 19.03  | 17.08  |

## 投资要点

- 事件:**公司近期召开12.18年度经销商大会,会上发布年度营销工作报告,定位2026年为“营销守正创新年”,表示将尊重市场规律、商家利益及消费者权益,以强化营销变革、应市策略、执行能力为路径,目标实现高质量市场动销和市场份额的有效提升。
- 2026围绕渠道、产品、机制多维发力,全面落实高质量市场动销。**2025年作为“营销执行提升年”,公司提出“稳价格、抓动销、提费效、转作风”12字营销方针。2026年定位“营销守正创新年”,公司继续围绕渠道、产品、机制多维发力。**1)渠道建设方面,公司将持续调整优化传统渠道,大力培育新型渠道。**传统渠道将继续聚焦终端建设,坚决整顿低价窜货,并建立经销商反向激励机制,规划新增专卖店80家至1700家,新增集合店300家;电商渠道则着手逐步扭转乱商无序的供货局面。**2)产品布局方面,公司规划全力攻坚细分市场,创新开拓年轻市场。**①自主品牌以第八代五粮液为核心,继续强化千元价位份额。②以超高端经典系列、紫气东来为品牌引擎,经典系列推动“布新卖老”,新产品分别占位1500、2000元价位。③以1618五粮液、39度五粮液为新增长点,规划打造为百亿级大单品。前者定位千元第一宴席品牌,将打造成都、重庆、兰州等20个根据地市场;后者规划夯实700元价位段产品地位,攻坚环渤海、环太湖区域等重点市场。④以五粮液一见倾心为新锐,创新年轻化产品运营模式,并推动300元价位小五粮加快重启。**3)机制体制方面,公司持续深化营销体制改革及市场管理体系。**①通过全员竞聘上岗、“双池”运转、末等调整机制,加快提升营销团队应市能力。②通过建立数字化风控机制及订单溯源管理系统,加强市场秩序管控。
- 营销变革持续深化,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)产品方面,明确并坚持构建“一核两擎两驱一新”产品体系,深化普五份额护城河。**公司自主品牌持续强化1618及39度产品的千元价位守门员卡位,公司预计1618在未来2~3年内有望增至百亿规模,以便普五延续量价平衡、动态供需匹配的灵活调控策略,进一步夯实千元价位主导地位。**2)渠道方面,规划启用数字扫码及会员体系,进一步完善多元渠道布局。**面临价格倒挂、无序窜货乱象,五粮液流通渠道不破不立,一方面通过建立专营公司帮助传统渠道纾压,并完善“一商一策”算细账的能力以解决渠道盈利问题;另一方面亦及时启用开瓶扫码等数字化工具,帮助更好落实流通跟踪及营销管控。在理性务实的经营基调下,期待公司以锐意改革来强化市场监管及品牌培育,为长期稳健发展夯实基础。
- 盈利预测与投资建议:**参考公司2025年去库调整节奏及2026年打款政策,我们调整2025~27年归母净利润预测为225、225、251亿元(前值244、247、276亿元),当前市值对应2025~27年PE为19、19、17X,考虑公司短期去库有利于夯实长期发展基础,中长期利润中枢有望企稳修复,维持“买入”评级。
- 风险提示:**宏观继续承压消费不振;高端竞争加剧;改革效果不及预期。

2025年12月21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

## 股价走势




## 市场数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 收盘价(元)      | 110.53        |
| 一年最低/最高价    | 109.51/143.94 |
| 市净率(倍)      | 3.01          |
| 流通A股市值(百万元) | 429,016.06    |
| 总市值(百万元)    | 429,034.13    |

## 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年三季报点评: 务实调整, 磨砺以须》

2025-11-02

《五粮液(000858): 2025年中报点评: 迎难而进, 务实求变》

2025-08-28

## 2025 营销执行提升年，团队作风显著转变

2025 年作为“营销执行提升年”，公司提出“稳价格、抓动销、提费效、转作风”12 字营销方针，通过及时调整经销渠道配额、推出阶段性激励政策、设立销售专营公司等改革手段，逐步推进渠道及机制变革。渠道创新方面，2025 年终端建设新增 474 家“三店一家”，终端直配覆盖 20 个城市；直销团购与华为、宁德、奇瑞等大型企业建立合作，直销金额达 45 亿元，并联合经销商通过名酒进名企拜访 4 千余家，销售转化率达 70%；电商渠道推进头部平台走访合作，并上线 240 家即时零售门店。产品布局方面，普五实施阶段性激励政策；低度五粮液宴席场次及开瓶同增 30%+；1618 扫码率提升 10pct 至 59%，宴席活动同增 20%+；一见倾心上市 2 个月破亿，最新销售达 1.8 亿。机制创新方面，年内公司将五品部转型为公司制，并划分三大销区，由 3 名高管直接负责；中干岗位启动公开竞聘遴选，并建立末位调整和不胜任退出机制。

## 2026 营销守正创新年，锚定“三突出、五拓展”战略

在新形势下，公司锚定“三个突出”夯基垒土，“五新拓展”全面发力。“三个突出”，**1是突出品质为基**，包括：全链条完善品质体系，积极建设五粮液“数字身份”检测体系；全方位重构产品体系，主品牌构建“一核两擎两驱一新”体系，浓香酒则集中资源打造五粮春、尖庄、头曲、五粮醇 4 个 100 亿、50 亿、20 亿、10 亿级的产品梯队；全覆盖优化创新体系，持续提升产品利口性及消费适配度。**2是突出价值提升**，提升历史价值、文化价值与社会价值。**3是突出需求导向**，聚焦社交功能、情感功能与悦己功能需求，深挖“新商务”人群场景，培育微醺、潮饮等个人消费需求。“五新拓展”，**1是加快拓展新人群**，涵盖巩固主力群体、拓展年轻群体、触达女性群体、发力老龄群体 4 方面。**2是加快拓展新渠道**，传统渠道向资金实力强、优质资源多、品牌忠诚度高的商家倾斜，电商渠道打造形象、价格、服务标杆，新兴渠道主动强化大型企业、科技企业、金融行业的三类直销合作。**3是加快拓展新场景**，包括做深商务场景，做强宴席场景，做精礼赠场景，做优悦己、家庭、跨界场景。**4是加快拓展新市场**，将以下沉深耕巩固优势市场，以 39 度、1618 突破对垒市场，以完善空白市场覆盖攻克薄弱市场，以“一国一策”布局国际市场。**5是加快拓展新机制**，深化专业化运营，完善 29 度、39 度、1618 及电商专班运作；深化片区制管理，提升精准施策的渠道服务与区域响应能力；深化五级联动责任制与全员绩效考核，压实营销责任。

## 继续围绕渠道、产品、机制多维发力，全面落实高质量市场动销

**1) 渠道建设方面**，公司将继续调整优化传统渠道，大力培育新型渠道。传统渠道将继续聚焦终端建设，坚决整顿低价窜货，并建立经销商反向激励机制，规划新增专卖

店 80 家至 1700 家，新增集合店 300 家；电商渠道则着手逐步扭转乱商无序的供货局面。**2) 产品布局方面，公司规划全力攻坚细分市场，创新开拓年轻市场。**①主品牌以第八代五粮液为核心，继续强化千元价位份额。②以超高端经典系列、紫气东来为品牌引擎，经典系列推动“布新卖老”，新产品分别占位 1500、2000 元价位。③以 1618 五粮液、39 度五粮液为新增长点，规划打造为百亿级大单品。前者定位千元第一宴席品牌，将打造成都、重庆、兰州等 20 个根据地市场；后者规划夯实 700 元价位段产品地位，攻坚环渤海、环太湖区域等重点市场。④以五粮液一见倾心为新锐，创新年轻化产品运营模式，并推动 300 元价位小五粮加快重启。**3) 机制体制方面，公司持续深化营销体制改革及市场管理体系。**①通过全员竞聘上岗、“双池”运转、末等调整机制，加快提升营销团队应市能力。②通过建立数字化封控机制及订单溯源管理系统，加强市场秩序管控。

## 盈利预测与投资建议

我们认为白酒行业进入深度调整期的中后期，龙头酒企齐步大力度调整“量价”策略和推进营销改革，态度务实，执行有利，则能更早企稳，复苏也将更有利于行业龙头。参考公司 2025 年去库调整节奏及 2026 年打款政策，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 225、225、251 亿元（前值 244、247、276 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，中长期利润中枢有望企稳修复，维持“买入”评级。

## 风险提示

宏观继续承压消费不振；高端竞争加剧；改革效果不及预期

## 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          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>165,783</b> | <b>146,197</b> | <b>156,317</b> | <b>163,601</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>89,175</b>  | <b>69,563</b>  | <b>70,231</b>  | <b>76,417</b>  |
| 货币资金及交易性金融资产     | 127,399        | 117,828        | 125,060        | 134,757        | 营业成本(含金融类)      | 20,461         | 18,317         | 18,728         | 19,970         |
| 经营性应收款项          | 19,759         | 13,376         | 12,194         | 11,945         | 税金及附加           | 13,041         | 10,415         | 10,535         | 11,360         |
| 存货               | 18,234         | 14,598         | 18,629         | 16,457         | 销售费用            | 10,692         | 9,284          | 9,881          | 10,592         |
| 合同资产             | 0              | 0              | 0              | 0              | 管理费用            | 3,555          | 3,339          | 2,774          | 2,827          |
| 其他流动资产           | 392            | 396            | 435            | 441            | 研发费用            | 405            | 278            | 281            | 306            |
| <b>非流动资产</b>     | <b>22,469</b>  | <b>21,684</b>  | <b>21,972</b>  | <b>22,318</b>  | <b>财务费用</b>     | <b>(2,834)</b> | <b>(2,747)</b> | <b>(2,816)</b> | <b>(2,990)</b> |
| 长期股权投资           | 2,082          | 2,143          | 2,204          | 2,265          | 加:其他收益          | 274            | 177            | 202            | 195            |
| 固定资产及使用权资产       | 8,061          | 10,746         | 12,143         | 12,848         | 投资净收益           | 75             | 103            | 59             | 61             |
| 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)            | 12             | 2              | 3              |
| 长期待摊费用           | 142            | 128            | 115            | 103            | <b>营业利润</b>     | <b>44,200</b>  | <b>30,955</b>  | <b>31,105</b>  | <b>34,604</b>  |
| 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)           |
| <b>资产总计</b>      | <b>188,252</b> | <b>167,882</b> | <b>178,290</b> | <b>185,919</b> | <b>利润总额</b>     | <b>44,163</b>  | <b>30,907</b>  | <b>31,047</b>  | <b>34,557</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>51,027</b>  | <b>29,646</b>  | <b>32,394</b>  | <b>29,713</b>  | 减:所得税           | 10,970         | 7,600          | 7,606          | 8,466          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 409            | 266            | 230            | 302            | <b>净利润</b>      | <b>33,193</b>  | <b>23,307</b>  | <b>23,440</b>  | <b>26,090</b>  |
| 经营性应付款项          | 9,502          | 6,542          | 8,404          | 4,035          | 减:少数股东损益        | 1,340          | 764            | 896            | 969            |
| 合同负债             | 11,690         | 8,243          | 9,364          | 10,385         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>31,853</b>  | <b>22,543</b>  | <b>22,544</b>  | <b>25,122</b>  |
| 其他流动负债           | 29,426         | 14,596         | 14,397         | 14,992         |                 |                |                |                |                |
| 非流动负债            | 831            | 831            | 831            | 831            | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 8.21           | 5.81           | 5.81           | 6.47           |
| 长期借款             | 0              | 0              | 0              | 0              |                 |                |                |                |                |
| 应付债券             | 0              | 0              | 0              | 0              | EBIT            | 41,299         | 28,108         | 28,236         | 31,558         |
| 租赁负债             | 394            | 394            | 394            | 394            | EBITDA          | 42,518         | 28,589         | 28,616         | 31,879         |
| 其他非流动负债          | 437            | 437            | 437            | 437            |                 |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>      | <b>51,857</b>  | <b>30,477</b>  | <b>33,225</b>  | <b>30,544</b>  | 毛利率(%)          | 77.05          | 73.67          | 73.33          | 73.87          |
| 归属母公司股东权益        | 133,285        | 133,531        | 140,295        | 149,636        | 归母净利率(%)        | 35.72          | 32.41          | 32.10          | 32.87          |
| 少数股东权益           | 3,110          | 3,874          | 4,770          | 5,739          |                 |                |                |                |                |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>136,395</b> | <b>137,405</b> | <b>145,065</b> | <b>155,375</b> | 收入增长率(%)        | 7.09           | (21.99)        | 0.96           | 8.81           |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>188,252</b> | <b>167,882</b> | <b>178,290</b> | <b>185,919</b> | 归母净利润增长率(%)     | 5.44           | (29.23)        | 0.00           | 11.43          |

| 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   | 12,787   | 22,944   | 25,144   | 每股净资产(元)       | 34.34 | 34.40 | 36.14 | 38.55 |
| 投资活动现金流    | (2,642)  | (432)    | (514)    | (482)    | 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) | (15,828) | (15,721) | ROIC(%)        | 23.02 | 15.40 | 15.03 | 15.79 |
| 现金净增加额     | 11,676   | (10,097) | 6,602    | 8,941    | ROE-摊薄(%)      | 23.90 | 16.88 | 16.07 | 16.79 |
| 折旧和摊销      | 1,219    | 481      | 380      | 321      | 资产负债率(%)       | 27.55 | 18.15 | 18.64 | 16.43 |
| 资本开支       | (2,656)  | (457)    | (490)    | (455)    | P/E(现价&最新股本摊薄) | 13.47 | 19.03 | 19.03 | 17.08 |
| 营运资本变动     | 541      | (11,763) | (741)    | (1,102)  | P/B(现价)        | 3.22  | 3.21  | 3.06  | 2.87  |

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提供。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：

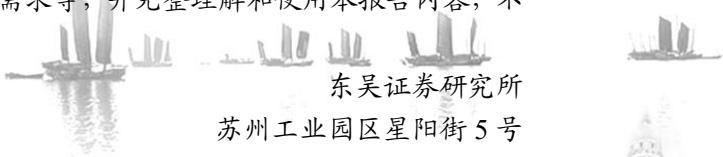
### 公司投资评级：

- 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>