

五粮液 (000858.SZ)

顺应市场规律，推行营销变革

五粮液召开第二十九届 12.18 共识共建共享大会，面对白酒行业“三理性”时代的结构性与回归性调整，公司 2026 年定为“营销守正创新年”，确立“一核心三强化双目标”营销方针，产品上，构建全矩阵布局，打造多增长引擎，渠道商，推行数字化营销和消费者投入，强化渠道掌控。当下包袱持续出清，并渠道改革，股息率支撑下关注公司底部价值。

- **2026 营销守正创新年，聚焦“一核心三强化双目标”**。公司召开了 2025 年度经销商大会，25 年应对行业深度调整，主动纾压解困、识变求变。26 年定位为“营销守正创新年”，营销工作确立“一核心三强化双目标”核心方针，即以持续提升五粮液品牌价值为核心，强化营销变革、强化应市策略、强化执行能力，全力推动高质量市场动销与市场份额有效提升。十五五期间锚定“五个统筹”把关定向、“三个突出”夯基垒土、“五新拓展”全面发力。渠道端以消费者为中心，推动传统渠道优化、新兴渠道培育与电商渠道深化的全方位改革；市场端聚焦细分赛道，攻坚年轻、老酒、国际等增量市场。
- **构建全矩阵布局，打造多增长引擎**。公司构建“一核两擎两驱一新”的产品体系，全价格带、全场景覆盖。“一核”以第八代五粮液为核心，坚持量价平衡原则，为经销商切实减压，巩固千元价位段第一产品地位；“两驱”是 1618、39 度，其中 1618 定位千元宴席第一品牌，聚焦 20 个中心城市，目标 2-3 突破百亿。“一新”是坚持以 29 度一见倾心为新锐，作为战略级年轻化产品，通过邓紫棋代言、裂变营销等创新模式，未来将持续布局潮流体验店；浓香酒方面，要打造五粮春、尖庄、五粮特头曲、五粮醇四个全国性战略大单品，形成 100 亿级、50 亿级、20 亿级、10 亿级的梯队产品架构。
- **推行数字化营销和消费者投入，强化渠道掌控**。渠道上，公司将在 2026 年持续完善“三店一家”布局，计划新增专卖店 100 家、集合店 300 家、文化体验店 10 家。2025 年公司补贴力度提升，大商能够基本盈亏平衡，部分经销商小幅亏损，当下经销商当前多持观望态度。公司计划通过成立平台公司、强化数字化营销、费用直给消费者等举措修复渠道生态，建议观察后续公司渠道改革推行进展。
- **投资建议：包袱出清渠道改革，关注底部价值**。中央经济会议提出清理消费领域不合理措施。白酒需求有望触底逐步恢复，公司 Q3 开启出清，包袱有望持续下降。26 年春节不再选择控货而是放量销售，预计动销好于 25 年，有助于提升市场份额；业绩上，预计 Q4 仍深度调整，幅度或略收窄。公司账上现金充裕，25-26 年 200 亿分红下限保障 4.5% 以上股息率，关注渠道改革进展和底部价值。我们维持 25-27 年 EPS 预测 6.24、6.67、7.18 元，继续维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：竞争加剧、商务需求恢复不及预期、价格表现不及预期、渠道深度调整等**。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	83272	89175	73539	75684	79664
同比增长	13%	7.1%	-18%	3%	5%

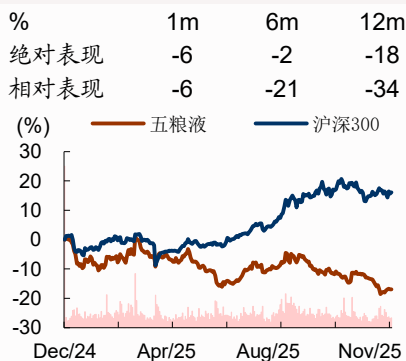
强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：110.53 元

基础数据

总股本(百万股)	3882
已上市流通股(百万股)	3881
总市值(十亿元)	429.0
流通市值(十亿元)	429.0
每股净资产(MRQ)	36.7
ROE(TTM)	20.0
资产负债率	19.3%
主要股东 宜宾发展控股集团有限公司	
主要股东持股比例	34.43%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《五粮液（000858）—勇于调整，信号积极》2025-10-30
- 《五粮液（000858）—Q2 利润增速转负，经销商集中度提升》2025-08-28
- 《五粮液（000858）—营销执行提升，风雨兼程不改初心》2025-06-22

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
✉ liucheng5@cmschina.com.cn

营业利润(百万元)	42004	44200	33606	35910	38676
同比增长	13%	5.2%	-24%	7%	8%
归母净利润(百万元)	30211	31853	24217	25877	27871
同比增长	13%	5.4%	-24%	7%	8%
每股收益(元)	7.78	8.21	6.24	6.67	7.18
PE	14.2	13.5	17.7	16.6	15.4
PB	3.3	3.2	3.2	3.0	2.8

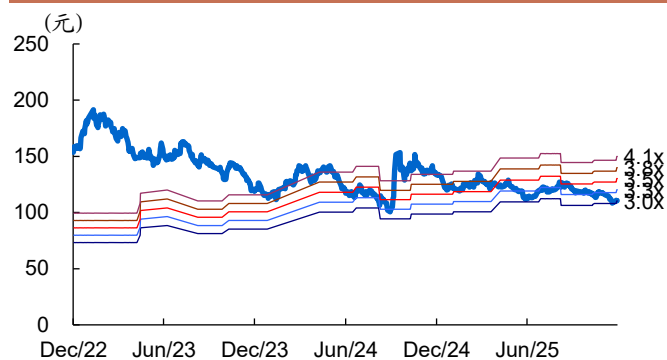
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：五粮液历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：五粮液历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《五粮液（000858）—勇于调整，信号积极》2025-10-30
- 2、《五粮液（000858）—Q2 利润增速转负，经销商集中度提升》2025-08-28
- 3、《五粮液（000858）—营销执行提升，风雨兼程不改初心》2025-06-22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	147182	165783	165830	174404	183957
现金	115456	127399	132343	140518	149391
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	10	8	9	9
应收款项	43	37	31	32	33
其它应收款	40	47	39	40	42
存货	17388	18234	16855	16774	16562
其他	14256	20056	16554	17032	17919
非流动资产	18251	22469	24023	25409	26644
长期股权投资	2020	2082	2082	2082	2082
固定资产	5190	7265	9114	10763	12233
无形资产商誉	2058	2673	2406	2165	1949
其他	8982	10450	10421	10399	10380
资产总计	165433	188252	189853	199813	210601
流动负债	32683	51027	49692	49637	49495
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	9597	9493	8775	8733	8623
预收账款	6882	11699	10815	10763	10627
其他	16205	29834	30102	30141	30245
长期负债	400	831	831	831	831
长期借款	0	0	0	0	0
其他	400	831	831	831	831
负债合计	33084	51857	50523	50468	50326
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积金	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	122994	126721	128638	137563	147321
少数股东权益	2791	3110	4128	5217	6390
归属于母公司所有者权益	129558	133285	135202	144127	153885
负债及权益合计	165433	188252	189853	199813	210601

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41742	33940	26742	24215	26076
净利润	31521	33193	25236	26966	29044
折旧摊销	590	783	1084	1252	1403
财务费用	11	40	(3200)	(3200)	(3200)
投资收益	(58)	(75)	(349)	(349)	(349)
营运资金变动	9843	990	3971	(454)	(822)
其它	(165)	(992)	0	0	0
投资活动现金流	(2932)	(2642)	(2289)	(2289)	(2289)
资本支出	(2957)	(2666)	(2638)	(2638)	(2638)
其他投资	25	24	349	349	349
筹资活动现金流	(16300)	(19622)	(19509)	(13752)	(14914)
借款变动	(4191)	5402	(409)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(14680)	(28126)	(22300)	(16952)	(18114)
其他	2571	3102	3200	3200	3200
现金净增加额	22510	11675	4944	8175	8873

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	83272	89175	73539	75684	79664
营业成本	20157	20461	18914	18824	18586
营业税金及附加	12532	13041	10754	11068	11650
营业费用	7796	10692	10102	9609	10379
管理费用	3319	3555	3377	3479	3561
研发费用	322	405	334	344	362
财务费用	(2473)	(2834)	(3200)	(3200)	(3200)
资产减值损失	(3)	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	331	274	274	274	274
投资收益	58	75	75	75	75
营业利润	42004	44200	33606	35910	38676
营业外收入	45	40	40	40	40
营业外支出	136	77	77	77	77
利润总额	41913	44163	33570	35873	38640
所得税	10392	10970	8334	8907	9595
少数股东损益	1310	1340	1019	1089	1173
归属于母公司净利润	30211	31853	24217	25877	27871

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	13%	7.1%	-18%	3%	5%
营业利润	13%	5.2%	-24%	7%	8%
归母净利润	13%	5.4%	-24%	7%	8%
获利能力					
毛利率	75.8%	77.1%	74.3%	75.1%	76.7%
净利率	36.3%	35.7%	32.9%	34.2%	35.0%
ROE	24.8%	24.2%	18.0%	18.5%	18.7%
ROIC	23.8%	23.1%	16.5%	17.0%	17.2%
偿债能力					
资产负债率	20.0%	27.5%	26.6%	25.3%	23.9%
净负债比率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	3.2	3.3	3.5	3.7
速动比率	4.0	2.9	3.0	3.2	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	840.0	1975.0	1692.0	1899.0	1920.0
应付账款周转率	2.3	2.1	2.1	2.2	2.1
每股资料(元)					
EPS	7.78	8.21	6.24	6.67	7.18
每股经营净现金	10.75	8.74	6.89	6.24	6.72
每股净资产	33.38	34.34	34.83	37.13	39.64
每股股利	4.67	5.75	4.37	4.67	5.03
估值比率					
PE	14.2	13.5	17.7	16.6	15.4
PB	3.3	3.2	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	9.6	9.1	12.1	11.3	10.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。