

五粮液 (000858. SZ)

维护渠道利益，强化营销变革

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 张向伟
证券分析师： 张未艾

021-61761031

◆ 食品饮料 · 白酒 II

zhangxiangwei@guosen. com. cn
zhangweiai@guosen. com. cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980523090001
执证编码：S0980525070005

事项：

事件：2025年12月18日，五粮液召开第二十九届12·18共识共建共享大会，会议总结2025年经营成果，针对当前行业及公司面临的问题，部署2026年营销工作思路，传递发展信心。

国信饮食观点：面对行业需求压力，公司主动应市，切实解决市场关切：1) 加大经销商和终端激励政策，降低回款价，呵护渠道利润和信心；2) 2026年春节尊重市场需求，巩固产品和渠道基础。展望2026年经营，产品端坚守千元价位地位、全价位协同发展，渠道端继续加强激励、多元化开拓补充增量。考虑到短期行业需求仍有压力，略下调此前收入及盈利预测，预计2025-2027年公司收入758.2/735.8/772.9亿元，同比-15.0%/-3.0%/+5.1%（前值同比-15.0%/-0.1%/+5.0%）；预计归母净利润256.7/243.5/262.8亿元，同比-19.4%/-5.1%/+8.0%（前值同比-19.4%/+0.8%/+7.7%）；当前股价对应25/26年16.7/17.6xPE，200亿元现金分红对应26年4.7%股息率，红利资产属性突出，支撑估值，强调“优于大市”评级。

评论：

◆ 2025年工作总结：主动应市调整，巩固产品、渠道基础

2025年白酒行业调整加剧，公司主动应市，巩固产品和渠道基础，营销体系进一步市场化。1) 产品上，八代五粮液动态实施渠道政策、切实为经销商纾压，五粮液1618宴席场次、开瓶量均有30%+的增长，千元价位份额巩固；39度五粮液开瓶率从50%提升至60%，其他产品一见倾心、文化酒等补充产品矩阵。2) 渠道上，传统渠道新增474家“三店一家”、优化运营商结构，电商上线240家即时零售门店，新兴渠道中企业客户销售额45亿元。3) 体制机制上，事业部转型为公司制，实施片区负责制和五级责任联动，营销系统强化业绩为考核导向。

◆ 2026年工作部署：营销守正创新年，产品、渠道、市场多方位协同发力

公司定位2026年为“营销守正创新年”，强化营销变革、应市策略、执行能力，达到高质量市场动销、市场份额提升的目标。1) 产品上，八代五粮液通过渠道精细化运作维护量价平衡，巩固千元价位第一单品的地位；五粮液1618继续提升高端宴席场景份额，打造10-20个根据地市场；同时以经典五粮液+紫气东来的组合逐步布局超高端，一见倾心继续加强新人群、新场景培育。2) 渠道上，通过经销商反向激励、终端包量激励等措施呵护渠道利润，同时严管秩序；专卖店、团购/异业等客户、电商直采和规范性等方面也提出目标。3) 体制机制上，在现有专班制基础上进一步提升专业化，考核强化末等调整和不胜任退出原则。

◆ 切实解决经销商关切，关注公司改革成效

公司呵护经销商利益，2025年内多次加强渠道激励，改善由于行业需求下降、批价走弱导致的经销商利润承压问题，叠加八代五粮液在千元价位周转占优，伴随激励落地渠道信心有望提振。2026年公司进一步市场化能力，如降低普五打款价为经销商纾压、春节动销会遵循市场需求等，巩固渠道和消费者基础。量价关系看，春节需求预计环比修复、经销商在激励下配合度较高，有望在动销改善、份额提升的基础上维持价格的稳健表现。复盘2013-15年周期，公司也是主动应市、补贴渠道、加快去库，在高端需求提升时占

据优势。我们认为当前公司品牌优势稳固，主动下滑、尊重市场，底部信号逐步加强，建议关注公司目标制定、营销体系改革等。

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

短期公司经营务实，切实维护经销商利益，春节动销预计实现份额提升；中长期公司千元价位品牌、产品优势突出，消费者基本盘扎实，培育超高端具备空间。考虑到短期行业需求仍有压力，略下调此前收入及盈利预测，预计2025-2027年公司收入758.2/735.8/772.9亿元，同比-15.0%/-3.0%/+5.1%（前值同比-15.0%/-0.1%/+5.0%）；预计归母净利润256.7/243.5/262.8亿元，同比-19.4%/-5.1%/+8.0%（前值同比-19.4%/+0.8%/+7.7%）；当前股价对应25/26年16.7/17.6xPE，200亿元现金分红对应26年4.7%股息率，红利资产属性突出，支撑估值，强调“优于大市”评级。

◆ 风险提示

宏观经济及需求复苏不及预期；消费税等产业政策；食品安全问题等。

相关研究报告：

- 《五粮液（000858.SZ）-2025Q3经营加速调整，中期分红规划提振信心》——2025-10-31
- 《五粮液（000858.SZ）-2025Q2收入同比正增，产品及渠道端展现韧性》——2025-08-28
- 《五粮液（000858.SZ）-2025年全面推进营销改革，第一季度实现开门红》——2025-04-26
- 《五粮液（000858.SZ）-理性调整经营节奏，推动营销执行力提升》——2024-12-22
- 《五粮液（000858.SZ）-第三季度报表质量较高，规划分红率不低于70%》——2024-11-01

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	115456	127399	115776	127537	136720	营业收入	83272	89175	75816	73576	77292
应收款项	82	95	78	75	79	营业成本	20157	20461	18034	18303	18895
存货净额	17388	18234	23119	20606	17121	营业税金及附加	12532	13041	11069	10889	11594
其他流动资产	14256	20056	19932	16162	18227	销售费用	7796	10692	10614	10227	10048
流动资产合计	147182	165783	158904	164380	172148	管理费用	3393	3702	3139	3050	3199
固定资产	10813	13060	15025	16919	18592	研发费用	322	405	341	331	348
无形资产及其他	2057	2671	2565	2460	2354	财务费用	(2473)	(2834)	(3024)	(3030)	(3291)
投资性房地产	3360	4656	4656	4656	4656	投资收益	58	75	75	69	73
长期股权投资	2020	2082	2138	2197	2256	资产减值及公允价值变动	4	(2)	9	4	4
资产总计	165433	188252	183289	190612	200006	其他收入	75	15	(341)	(331)	(348)
短期借款及交易性金融负债	15	409	266	230	302	营业利润	42004	44200	35727	33879	36577
应付款项	9597	9493	8170	8136	8397	营业外净收支	(91)	(37)	(64)	(50)	(57)
其他流动负债	23072	41125	29426	28899	29636	利润总额	41913	44163	35663	33829	36520
流动负债合计	32683	51027	37863	37265	38335	所得税费用	10392	10970	8916	8457	9130
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1310	1340	1082	1027	1108
其他长期负债	400	831	903	1114	1116	归属于母公司净利润	30211	31853	25665	24345	26282
长期负债合计	400	831	903	1114	1116	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	33084	51857	38766	38379	39450	净利润	30211	31853	25665	24345	26282
少数股东权益	2791	3110	3538	3945	4383	资产减值准备	(22)	1	(0)	(0)	(0)
股东权益	129558	133285	140985	148288	156173	折旧摊销	515	710	1082	1443	1664
负债和股东权益总计	165433	188252	183289	190612	200006	公允价值变动损失	(4)	2	(9)	(4)	(4)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(2473)	(2834)	(3024)	(3030)	(3291)
每股收益	7.78	8.21	6.61	6.27	6.77	营运资本变动	11071	10425	(17691)	5935	2414
每股红利	4.09	4.96	4.63	4.39	4.74	其它	643	530	429	407	439
每股净资产	33.38	34.34	36.32	38.20	40.23	经营活动现金流	42414	43521	9475	32125	30795
ROIC	25.51%	24.87%	20%	18%	19%	资本开支	0	(2808)	(2934)	(3227)	(3227)
ROE	23.32%	23.90%	18%	16%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	76%	77%	76%	75%	76%	投资活动现金流	(34)	(2869)	(2991)	(3286)	(3286)
EBIT Margin	47%	46%	43%	42%	43%	权益性融资	1	92	0	0	0
EBITDA Margin	48%	47%	44%	44%	45%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	13%	7%	-15%	-3%	5%	支付股利、利息	(15894)	(19241)	(17966)	(17042)	(18397)
净利润增长率	13%	5%	-19%	-5%	8%	其它融资现金流	12506	9681	(142)	(36)	72
资产负债率	22%	29%	23%	22%	22%	融资活动现金流	(19282)	(28709)	(18108)	(17078)	(18325)
股息率	3.7%	4.5%	4.2%	4.0%	4.3%	现金净变动	23098	11943	(11623)	11761	9183
P/E	14.2	13.5	16.7	17.6	16.3	货币资金的期初余额	92358	115456	127399	115776	127537
P/B	3.3	3.2	3.0	2.9	2.7	货币资金的期末余额	115456	127399	115776	127537	136720
EV/EBITDA	11.7	11.6	13.9	14.5	13.4	企业自由现金流	0	39048	4921	27232	25758
						权益自由现金流	0	48729	7047	29468	28298

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032