

2026年05月03日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

务实出清向前进，回购注销显稀缺

—五粮液（000858.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

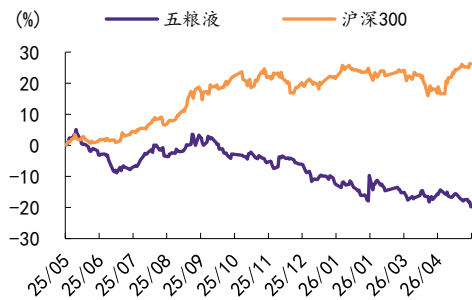
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2026-04-30

当前股价(元)	97.08
总市值(亿元)	3768
总股本(百万股)	3882
流通股本(百万股)	3882
52周价格范围(元)	97.08-135.26
日均成交额(百万元)	2273.31

市场表现



相关研究

- 1、《五粮液（000858）：营收稳中有增，产品渠道双轮驱动》2025-09-03
- 2、《五粮液（000858）：Q1略超预期，期待渠道改革成效》2025-05-07
- 3、《五粮液（000858）：营销执行提升年，稳定压倒一切》2024-12-19

2026年4月30日，五粮液发布2025年报和2026年一季度报：2025年总营收405.29亿元（同比-55%），归母净利润89.54亿元（同比-72%），扣非净利润88.16亿元（同比-72%）。其中2025Q4总营收98.91亿元（同比-53%），归母净利润24.80亿元（同比-64%），扣非净利润23.57亿元（同比-66%）。2026Q1总营收228.38亿元（同比+34%），归母净利润80.63亿元（同比+83%），扣非净利润80.36亿元（同比+82%）。

投资要点

主动深蹲致承压，销售费用率显著增加

由于公司对2025年业务模式进行梳理，基于谨慎性原则，调整2025年部分业务收入确认相关核算，涉及2025年已披露的一季度、半年度、三季度合并资产负债表与合并利润表的部分项目，不影响现金流量表列示。毛利率来看，2025年/2026Q1为77.54%/81.43%，分别同比+0.5pct/+2.4pct，系产品结构优化所致。费用方面，销售费用率2025年/2026Q1为18.82%/16.07%，分别同比+6.8pct/+7.3pct，系营收下降带来占比显著提升。综合来看，净利率2025年/2026Q1为23%/36.5%，分别同比-14.2pct/+9pct。合同负债2025年末/2026Q1末为134.60/141.38亿元，分别同比+15%/+39%。

量价齐跌深蹲起跳，回购注销显稀缺

量价拆分来看，2025年五粮液产品营收36亿元（同减58.84%），销量1.95万吨（同减53%），吨价为143.59万元/吨（同减12.43%）；系列酒产品营收91.68亿元（同减39.89%），销量9.35万吨（同减22.46%），对应吨价为9.80万元/吨（同减22.48%），整体量价齐跌承压，预计2026年深蹲起跳。此外，公司拟回购80-100亿元以不超过153.59元/股用于注销股本，更显公司价值稀缺性。

盈利预测

当前白酒行业进入全面深度调整的“深水区”，存量竞争持续加剧，行业发展格局加快演进。我们看好公司主动深蹲出清，重视渠道动销和经销商能力匹配。根据2025年报和2026年一季度报，我们预计2026-2028年EPS分别为

5.57/6.30/7.03 元，当前股价对应 PE 分别为 17/15/14 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、旺季增长不及预期、批价上行不及预期，渠道出清不及预期。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	40,529	60,827	67,665	75,047
增长率（%）	-54.6%	50.1%	11.2%	10.9%
归母净利润（百万元）	8,954	21,634	24,459	27,295
增长率（%）	-71.9%	141.6%	13.1%	11.6%
摊薄每股收益（元）	2.31	5.57	6.30	7.03
ROE（%）	7.3%	16.2%	16.6%	16.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产:				
现金及现金等价物	127,014	142,667	157,279	172,951
应收款	107	92	85	78
存货	20,065	14,460	15,245	14,730
其他流动资产	17,565	16,423	15,563	15,009
流动资产合计	164,752	173,643	188,173	202,769
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	7,639	11,348	12,279	12,136
在建工程	7,031	2,812	1,125	450
无形资产	2,674	2,541	2,407	2,280
长期股权投资	2,234	2,284	2,324	2,354
其他非流动资产	5,655	5,655	5,655	5,655
非流动资产合计	25,233	24,640	23,789	22,874
资产总计	189,984	198,282	211,962	225,643
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	9,887	7,404	9,210	8,978
其他流动负债	44,005	44,005	44,005	44,005
流动负债合计	67,352	63,908	64,339	63,264
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	452	452	452	452
非流动负债合计	452	452	452	452
负债合计	67,804	64,360	64,791	63,716
所有者权益				
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
股东权益	122,181	133,923	147,171	161,927
负债和所有者权益	189,984	198,282	211,962	225,643

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	9317	22559	25478	28402
少数股东权益	363	925	1019	1108
折旧摊销	768	643	884	939
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	19259	3318	513	1
经营活动现金净流量	29706	27445	27894	30450
投资活动现金净流量	-1971	459	717	789
筹资活动现金净流量	-12083	-10817	-12230	-13647
现金流量净额	15,653	17,087	16,381	17,591

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	40,529	60,827	67,665	75,047
营业成本	9,102	11,988	13,171	14,571
营业税金及附加	11,038	9,124	10,014	11,032
销售费用	7,629	9,732	10,691	11,782
管理费用	3,097	3,650	3,925	4,278
财务费用	-2,662	-3,995	-4,404	-4,843
研发费用	449	674	750	832
费用合计	8,513	10,061	10,962	12,049
资产减值损失	-24	-3	-2	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	112	80	60	50
营业利润	12,251	29,910	33,726	37,545
加:营业外收入	46	40	35	25
减:营业外支出	99	70	60	50
利润总额	12,199	29,880	33,701	37,520
所得税费用	2,882	7,321	8,223	9,117
净利润		22,559	25,478	28,402
少数股东损益	363	925	1,019	1,108
归母净利润	8,954	21,634	24,459	27,295

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	-54.6%	50.1%	11.2%	10.9%
归母净利润增长率	-71.9%	141.6%	13.1%	11.6%
盈利能力				
毛利率	77.5%	80.3%	80.5%	80.6%
四项费用/营收	21.0%	16.5%	16.2%	16.1%
净利率	23.0%	37.1%	37.7%	37.8%
ROE	7.3%	16.2%	16.6%	16.9%
偿债能力				
资产负债率	35.7%	32.5%	30.6%	28.2%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	379.0	663.6	793.5	960.5
存货周转率	0.5	1.5	1.5	1.7
每股数据(元/股)				
EPS	2.31	5.57	6.30	7.03
P/E	42.1	17.4	15.4	13.8
P/S	9.3	6.2	5.6	5.0
P/B	3.1	2.9	2.6	2.4

食品饮料组介绍

孙山山：深圳大学经济学硕士，9年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名，2024年东方财富行业最佳分析师第五名，2025年“美市科技”菁英榜食品饮料组第3名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。