

轻装上阵促改革，关注高分红+大额回购

五粮液 (000858.SZ)

核心观点

公司基于谨慎性原则，调整 2025 年部分业务收入确认相关核算，对 25 年前三季度的收入影响约 303 亿元、归母净利润影响约 150 亿元，更加客观、公允地反映财务状况和经营成果，契合 25 年公司大幅出清的情况。公司在 25Q1 控货低基数、26 年春节动销较优的背景下，26Q1 实现收入利润高增，全年普五在降低实际打款价的背景下有望实现放量，全年收入利润或有望恢复。关注 26 年轻装上阵下的改革动作，以及高分红+大额回购下的高股息。

事件

公司发布 2025 年报&2026 年一季度报告。

基于前期会计差错更正后的数据，25 年收入 405.29 亿元 (-54.55%)；归母净利润 89.54 亿元 (-71.89%)。26Q1 收入 228.38 亿元 (+33.67%)；归母净利润 80.63 亿元 (+82.57%)。

简评

25 年白酒行业进入深度调整期，五粮液产品库存阶段性增加

25 年五粮液产品收入 279.36 亿元 (-58.84%)，量/价同比 -53%/-12.44%。25 年其他酒产品收入 91.68 亿元 (-39.89%)，量/价同比 -22.46%/-22.47%。25 年报新增其他流动负债-监管商品款项 263 亿，新增其他流动资产-监管商品 49 亿。25 年末五粮液产品库存 2.5 万吨 (同比增加 1.9 万吨)，主要系白酒行业进入深度调整期，消费场景收缩、存量竞争加剧，导致销量下降、阶段性库存增加。

公司持续完善产品矩阵，推出一见倾心等产品，第八代五粮液坚持量价平衡策略，持续巩固千元价位段领先地位；五粮液 1618、39 度等产品围绕开瓶扫码、宴席场景等开展市场运营。

25 年前五大经销商收入占比 15%，持续完善“三店一家”布局

25 年经销/直销收入同比 -53.65%/-57.80%，直销占比达 39.11% (-2.26pct)。更新前 25H1 前五大经销商销售 301 亿，占总收入约 57%；更新后 25H1 前五大经销商销售 52.75 亿元，占总收入约 22%，更新前后前五大销售收入调减 248 亿、营收调减 293 亿元，前五大经销商收入或是在谨慎性原则下收入确认调整的主要影响部分。25 年报前五大销售 59 亿，占收入 15% (24 年报前五大销售 140 亿，占收入 16%)。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

张家祯

zhangjiazhen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030006

发布日期：2026 年 05 月 04 日

当前股价：97.08 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.17/-10.98	-7.54/-7.40	-25.06/-50.18
12 月最高/最低价 (元)		135.26/97.08
总股本 (万股)		388,160.80
流通 A 股 (万股)		388,151.34
总市值 (亿元)		3,768.27
流通市值 (亿元)		3,768.17
近 3 月日均成交量 (万)		1685.55
主要股东		
宜宾发展控股集团有限公司		34.43%

股价表现



传统渠道方面，持续完善“三店一家”布局，持续优化终端布局，深化核心终端合作，新增合作终端 1.2 万家，全年进货终端达 5.5 万家。电商渠道方面，成立电商专班，深化与京东等平台合作，推进即时零售试点，完善线上商家及店铺矩阵建设，持续加强线上市场秩序治理。新兴渠道方面，积极拓展异业合作、餐饮及团购渠道，推进企业客户直销合作，持续培育渠道增量。

25 年东部/南部/北部收入为 128.32/178.25/64.47 亿元，同比-58.99%/-54.69%/-48.42%。25 年东部/南部/北部片区五粮液经销商数量分别减少 31/29/30 个，五粮浓香经销商数量增加 112 个，东部/南部/北部片区专卖店数量分别变化+5/-2/-26 个，专卖店合计减少 23 个至 1763 个。

25 年税金及附加比率影响利润约 50 亿元，25 年分红 200 亿元&回购 80-100 亿元

1) 25 年毛利率 77.54% (+0.49pct)，净利率 22.99% (-14.23pct)；26Q1 毛利率 81.43% (+2.36pct)，净利率 36.45% (+9.25pct)。

2) 25 年销售/管理费用率为 18.82% (+6.83pct) / 7.64% (+3.65pct)；26Q1 销售/管理费用率为 16.07% (+7.33pct) / 4.35% (-1.76pct)，25 年销售费用中促销费同比-36.28%、形象宣传费同比-16.93%，25 年管理费用中公司综合费用同比-10.48%，下降幅度均小于收入降幅致使费用率提升。

3) 25 年/26Q1 经营性现金流为 297.06 亿元 (-12.47%) / -25.35 亿元 (-116%)，26Q1 经营性现金流为负主要系本报告期公司根据市场变化收取的票据较多，及同期基数较高综合影响。

4) 25 年、26Q1 合同负债为 134.60 亿元 (+15.14%)、141.38 亿元 (+39.07%)。

5) 25 年税金及附加比率为 27.24%，同比+12.61pct，此外 25 年新增其他流动资产-预缴增值税及企业所得税等 29 亿，考虑税金及附加比率通常为 15% 左右，则 25 年税费对利润影响约 50 亿元，还原后利润约 140 亿元。

6) 25 年度现金分红总额为 200 亿元，对应当前股息率为 5.3%，此外拟回购股份 80-100 亿元，此前承诺 26 年现金分红总额不低于 200 亿元。

盈利预测与投资建议：预计公司 2026-2028 年实现收入 570.11 亿元、602.06 亿元、633.10 亿元，同比+40.67%、+5.60%、+5.16%；实现归母净利润 202.46 亿元、214.85 亿元、227.14 亿元，同比+126.10%、+6.12%、+5.72%；对应 EPS 分别为 5.22 元、5.54 元、5.85 元；对应 2026-2028 年动态 PE 分别为 18.61X、17.54X、16.59X。

风险提示：居民消费需求复苏不及预期，近 2 年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期。经济复苏不及预期，若企业的现金流改善节奏慢于预期，公司产品在商务用酒消费场景的需求复苏节奏可能不及预期。食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。股价异动风险。资本市场情绪波动，对公司预期产生变化，存在可能出现股价异常波动的情形。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万 元)	89,175.18	40,528.51	57,011.20	60,205.85	63,309.99
YoY(%)	7.09	-54.55	40.67	5.60	5.16
净利润(百万元)	31,853.17	8,954.26	20,245.64	21,484.82	22,713.99
YoY(%)	5.44	-71.89	126.10	6.12	5.72
毛利率(%)	77.05	77.54	78.90	79.15	79.38
净利率(%)	35.72	22.09	35.51	35.69	35.88
ROE(%)	23.90	7.47	15.16	14.52	13.92
EPS(摊薄/元)	8.21	2.31	5.22	5.54	5.85
P/E(倍)	11.83	42.08	18.61	17.54	16.59
P/B(倍)	2.83	3.14	2.82	2.55	2.31

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

张家祯

食品饮料行业分析师，南京大学经济学硕士，5 年券商研究所工作经验，2026 年加入中信建投证券研究发展部食品饮料团队，主要负责酒类领域及大消费行业研究，2022—2024 年连续三年新财富入围团队核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk