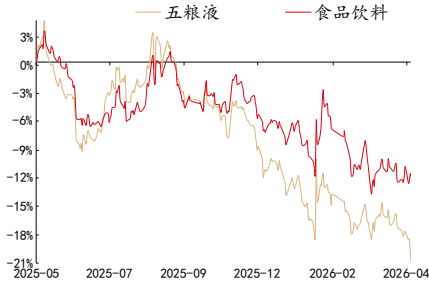




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	97.08
总股本/流通股本(亿股)	38.82 / 38.82
总市值/流通市值(亿元)	3,768 / 3,768
52周内最高/最低价	135.26 / 97.08
资产负债率(%)	35.7%
市盈率	42.08
第一大股东	宜宾发展控股集团有限公司
	公司

研究所

分析师: 蔡雪昱  
SAC 登记编号: S1340522070001  
Email: caixueyu@cnpsec.com  
分析师: 张子健  
SAC 登记编号: S1340524050001  
Email: zhangzijian@cnpsec.com

五粮液(000858)

谨慎原则下收入再梳理，动销保障经营基本盘、高股息保障股东回报

● 投资要点

根据公司公告，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。此次前期会计差错更正涉及 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。

调整后，公司 2025 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 405.29/405.29/89.54/88.16 亿元，同比-54.55%/-54.55%/-71.89%/-72.23%。2025 年，公司毛利率/归母净利率为 77.54%/22.09%，分别同比 0.49/-13.63pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 27.24%/18.82%/7.64%/1.11%/-6.57%，分别同比 12.61/6.83/3.65/0.65/-3.39pct。全年实现销售收现 914 亿元，同比-10.28%；经现净额 297.06 亿元，同比-42.33 亿元；年末合同负债 134.6 亿元，同比+17.7 亿元，环比增加 41.92 亿元（去年同口径环比增加 46.18 亿元）。

2025 年公司销售收现 914 亿元，远高于公司收入。此次调整公司的资产负债表中其他流动资产和其他流动负债变动较大，由于此次收入确认调整主要涉及到部分已打款但仍处在监管的商品，新增监管商品和监管商品款项两个新科目，两个新科目合计 312.22 亿元，与公司 2025 年前三季度调整前和调整后的收入差额 303.08 亿元基本吻合，是已收货款、但尚未确认的收入。我们预计公司将出台一系列市场化手段加速和助力这部分商品的销售，报表端将陆续确认收入。

按照新的收入确认原则，26Q1 公司实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 228.38/228.38/80.63/80.36 亿元，同比+33.67%/+33.67%/+82.57%/+81.93%。26Q1，公司毛利率/归母净利率为 81.43%/35.30%，分别同比+2.36/+9.46pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.33%/16.07%/4.35%/0.53%/-2.34%，分别同比-15.31/+7.33/-1.76/-0.07/+1.52pct。从生产经营缴税节奏来看，由于消费税的缴纳更多在于生产当期，因此 2025 年的税金比例偏高、净利率偏低，而 26 年将全年度享受税金比例提前缴纳完成的红利，助力利润稳健表现。从今年一季度情况看、毛利率及费用率的走向背后体现的是公司对于市场端的加大投入。

如何看待五粮液当下的资产价值？

1) 动销保障经营基本盘：公司一季度收入实现较高增长，从渠道跟踪反馈来看，预计与公司元春节点投放专项资源强力拉动动销，以及八代落地数字化管理系统精细化定向奖励，帮助深耕本地的经销商稳定利润、提升做市意愿有关。考虑到 2025 年春节前控货挺价，2025 年同期基数也较低。我们预计与 2024 年相比、26Q1 动销也有双

位数以上的增长，公司的市场动作、量价再平衡的竞争策略、强大的品牌力和消费者心智几个维度因素助力了非常好的销售表现。在谨慎收入确认原则下，我们认为公司一季度报表端的增长与终端的实际动销情况相匹配。展望 2026 年全年，考虑到 2025 年 Q2-Q4 新外部消费环境下、整体需求进一步承压带来的动销、报表端的双重低基数，因此我们预计 2026 年全年公司动销、营收均有望增长，公司经过夯实后的经营基本盘稳健，全年预计有望实现双位数的增长，利润增速可能更高。

**2) 丰厚的一揽子股东回报计划保障高股息：**公司规划 2024-2026 年每年现金分红 $\geq$ 归母净利润 70%，且现金分红总额 $\geq$ 200 亿元（含税）。2024 年公司分红 223 亿元，2025 年分红 200 亿元、均达成。截至 2025 年末母公司报表本年度末累计未分配利润 506.23 亿元，我们预计 2026 年公司有能力继续执行该分红规划。同时公司出台 80-100 亿元的股份回购注销方案。200 亿分红叠加 80-100 亿回购，**对应当下市值下的股息率为 7.43%-7.96%**。此外，公司大股东四川省宜宾五粮液集团有限公司 2025 年累计增持 8 亿元，我们预计诸如此类的一揽子计划，在行业筑底期也能持续保障投资回报。

### ● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2026-2028 年实现营收 479.81/513.81/550.32 亿元，同比 +18.39%/+7.09%/+7.11%；实现归母净利润 140.61/150.70/162.15 亿元，同比+57.03%/+7.18%/+7.60%，对应 EPS 为 3.62/3.88/4.18 元，对应当前股价 PE 为 27/25/23 倍，给予“买入”评级。

### ● 风险提示：

食品安全风险；需求不及预期风险；渠道库存风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	405	480	514	550
增长率(%)	-54.55	18.39	7.09	7.11
EBITDA（亿元）	107.41	181.34	201.67	214.15
归属母公司净利润（亿元）	89.54	140.61	150.70	162.15
增长率(%)	-71.89	57.03	7.18	7.60
EPS（元/股）	2.31	3.62	3.88	4.18
市盈率（P/E）	42.08	26.80	25.01	23.24
市净率（P/B）	3.14	3.05	2.96	2.87
EV/EBITDA	26.50	13.72	12.20	11.18

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(亿元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	405	480	514	550	营业收入	-54.6%	18.4%	7.1%	7.1%
营业成本	91	102	108	113	营业利润	-72.3%	56.9%	7.2%	7.6%
税金及附加	110	72	77	83	归属于母公司净利润	-71.9%	57.0%	7.2%	7.6%
销售费用	76	109	113	121	<b>获利能力</b>				
管理费用	31	26	28	30	毛利率	77.5%	78.7%	79.1%	79.4%
研发费用	4	5	5	6	净利率	22.1%	29.3%	29.3%	29.5%
财务费用	-27	-23	-19	-20	ROE	7.5%	11.4%	11.8%	12.4%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	5.9%	10.1%	10.8%	11.3%
<b>营业利润</b>	<b>123</b>	<b>192</b>	<b>206</b>	<b>222</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	1	1	1	资产负债率	35.7%	35.4%	35.5%	35.5%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	2.45	2.45	2.43	2.46
<b>利润总额</b>	<b>122</b>	<b>192</b>	<b>205</b>	<b>221</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	29	46	49	53	应收账款周转率	1079.44	1234.56	1241.07	1241.17
<b>净利润</b>	<b>93</b>	<b>146</b>	<b>156</b>	<b>168</b>	存货周转率	0.48	0.51	0.53	0.53
<b>归母净利润</b>	<b>90</b>	<b>141</b>	<b>151</b>	<b>162</b>	总资产周转率	0.21	0.25	0.26	0.27
<b>每股收益(元)</b>	<b>2.31</b>	<b>3.62</b>	<b>3.88</b>	<b>4.18</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	2.31	3.62	3.88	4.18
货币资金	1270	1286	1317	1382	每股净资产	30.90	31.80	32.77	33.82
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	0	0	0	1	PE	42.08	26.80	25.01	23.24
预付款项	2	1	1	1	PB	3.14	3.05	2.96	2.87
存货	201	199	209	220	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1648</b>	<b>1677</b>	<b>1726</b>	<b>1812</b>	净利润	93	146	156	168
固定资产	76	97	116	104	折旧和摊销	13	12	15	13
在建工程	70	70	70	70	营运资本变动	207	-3	6	7
无形资产	27	31	34	34	其他	-16	-1	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>252</b>	<b>276</b>	<b>297</b>	<b>284</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>297</b>	<b>155</b>	<b>177</b>	<b>187</b>
<b>资产总计</b>	<b>1900</b>	<b>1953</b>	<b>2023</b>	<b>2096</b>	资本开支	-19	-37	-37	-1
短期借款	0	1	2	2	其他	0	1	1	1
应付票据及应付账款	99	99	105	110	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-20</b>	<b>-35</b>	<b>-35</b>	<b>1</b>
其他流动负债	575	585	604	625	股权融资	1	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>674</b>	<b>685</b>	<b>711</b>	<b>737</b>	债务融资	0	2	2	0
其他	5	5	6	6	其他	-285	-105	-113	-122
<b>非流动负债合计</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-284</b>	<b>-104</b>	<b>-111</b>	<b>-122</b>
<b>负债合计</b>	<b>678</b>	<b>691</b>	<b>717</b>	<b>744</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-7</b>	<b>16</b>	<b>31</b>	<b>66</b>
股本	39	39	39	39					
资本公积金	27	27	27	27					
未分配利润	704	718	733	750					
少数股东权益	22	28	33	39					
其他	429	451	473	498					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1222</b>	<b>1262</b>	<b>1305</b>	<b>1352</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1900</b>	<b>1953</b>	<b>2023</b>	<b>2096</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048