

五粮液 (000858.SZ)

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 97.08 元

25 年报基于审慎性原则调整, 股东回报可观

五粮液发布 25 年年报和 26 年一季报, 25 年报基于审慎性原则, 更正前期会计差错, 25 年营收/利润 405/90 亿, 同比-54.6%/-71.9%。25 年五粮液产品销量/收入-53%/-59%。25 年毛利率/净利率+0.5pct/-13.6pct 至 77.5%/22.1%。26Q1 收入/利润+34%/+83%至 228/81 亿, 盈利能力改善。同时公告 80-100 亿回购方案。

□ 25 年报基于审慎性原则, 更正前期会计差错, 25 年营收/利润 405/90 亿, 同比-54.6%/-71.9%。2025 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 405.3/89.5/88.2 亿元, 同比-54.6%/-71.9%/-72.2%, 单 Q4 实现营业收入/归母净利润分别为 98.9/24.8 亿元, 同比-53.5%/-64.2%。需特别注意, 公司于年报披露同日发布前期会计差错更正公告, 梳理业务模式后, 基于审慎性原则, 对 2025 年一至三季度已披露数据进行追溯调整, 导致 25Q1-Q3 单季度营收分别调减 198.5/94.1/10.5 亿元至 170.9/64.2/71.3 亿元, 归母净利润分别调减 104.4/44.2/1.8 亿元至 44.2/2.1/18.5 亿, 主要调减集中在 25 年上半年, 2024 年数据不受影响。公司 25 年分红总额 200 亿元, 分红率约 223.5%。2025 年全年经营活动现金流净额 297.1 亿元, 同比-12.5%, 现金流表现好于收入表现。

□ 25 年五粮液产品销量/收入-53%/-59%。分产品看, 2025 年五粮液产品/其他酒产品营收分别为 279.4/91.7 亿元, 同比-58.8%/-39.9%, 毛利率分别为 89.6%/66.1%, 同比+2.5/+5.3pct。分渠道看, 经销/直销模式营收分别为 225.9/145.1 亿元, 同比-53.7%/-57.8%, 直销毛利率 90.4%, 同比+3.4pct。分区域看, 东部/南部/北部片区酒类营收分别为 128.3/178.2/64.5 亿元, 同比-59.0%/-54.7%/-48.4%, 北部片区降幅相对较小。五粮液产品销量 19455 吨, 同比-53.0%, 期末库存大幅增加至 25118 吨。

□ 25 年毛利率/归母净利率+0.5pct/-13.6pct 至 77.5%/22.1%。2025 年公司综合毛利率 77.5%, 同比+0.5pct; 归母净利率 22.1%, 同比-13.6pct。税金/销售/管理费用率分别为 27.2%/18.8%/7.6%, 同比+12.6%/+6.8%/+3.7pct, 费用率大幅上升主因收入基数大幅下降而费用刚性所致, 销售费用绝对额同比-28.7%。

□ 26Q1 收入/利润+34%/+83%至 228/81 亿, 盈利能力改善。2026 年 Q1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 228.4/80.6/80.4 亿元, 同比+33.7%/+82.6%/+81.9% (均基于调整后 25Q1 口径)。毛利率 81.4%, 同比+2.4pct; 归母净利率 35.3%, 同比+9.5pct。税金率/销售/管理费用率分别为 16.3%/16.1%/4.4%, 同比-15.3%/+7.3/-1.8pct, 税金率高基数下降, 销售费用率提升明显。合同负债 141.4 亿元, 同比+39%, 较 2025 年末环比+5.0%, 预收款有增长。经营活动现金流净额-25.4 亿元。

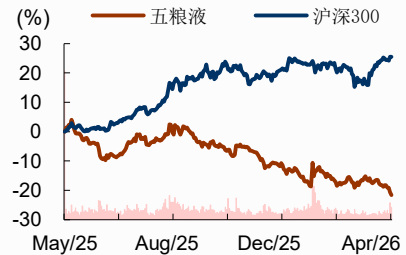
□ 投资建议: 25 年大力度出清, 公司出台大力度回购方案。25 年行业需求承压、库存高企, 公司选择基于审慎性原则大幅调减收入和利润, 出清力度大, 预计调整后, 25 年报表与真实消费者动销的匹配性提升, 后续经营有望筑底, 一季度动销反馈良性, 报表得到验证。本次公司同时公告宣布回购 80-100 亿, 对应当前 2.2%-2.8%回报率, 叠加分红后股东回报达到 8%水平, 目前公司账

基础数据

总股本 (百万股)	3882
已上市流通股 (百万股)	3882
总市值 (十亿元)	376.8
流通市值 (十亿元)	376.8
每股净资产 (MRQ)	33.0
ROE (TTM)	9.8
资产负债率	34.3%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-16	-21
相对表现	-14	-20	-49



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《五粮液 (000858) —顺应市场规律, 推行营销变革》2025-12-21
- 2、《五粮液 (000858) —勇于调整, 信号积极》2025-10-30
- 3、《五粮液 (000858) —Q2 利润增速转负, 经销商集中度提升》2025-08-28

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

面现金 1200 亿，预计可以支撑完成本次回购和分红方案。我们下调 26-28 年 EPS 预测 3.58、4.31、4.98 元，出清务实，考虑股东回报可观，维持“强烈推荐”评级。

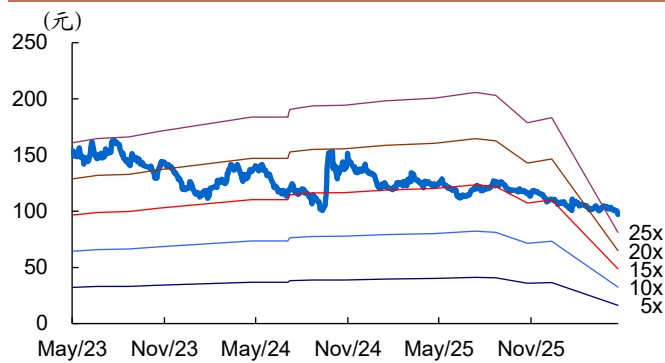
□ 风险提示：竞争加剧、商务需求恢复不及预期、价格表现不及预期、渠道深度调整等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	89175	40529	49015	54120	59387
同比增长	7.1%	-55%	21%	10%	10%
营业利润(百万元)	44200	12251	19015	22191	24857
同比增长	5.2%	-72%	55%	17%	12%
归母净利润(百万元)	31853	8954	13905	16017	17943
同比增长	5.4%	-72%	55%	15%	12%
每股收益(元)	8.21	2.31	3.58	4.13	4.62
PE	11.8	42.1	27.1	23.5	21.0
PB	2.8	3.1	3.3	3.4	3.2

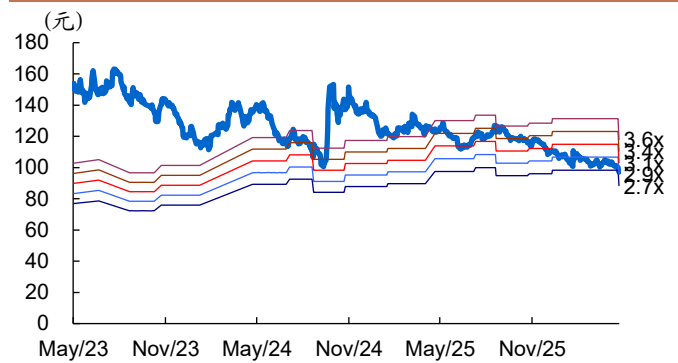
资料来源：公司数据、招商证券

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）—顺应市场规律，推行营销变革》2025-12-21
- 2、《五粮液（000858）—勇于调整，信号积极》2025-10-30
- 3、《五粮液（000858）—Q2 利润增速转负，经销商集中度提升》2025-08-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	165783	164752	164575	165602	174924
现金	127399	127014	120562	118404	123861
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	10	5	6	6	7
应收款项	37	38	46	50	55
其它应收款	47	64	78	86	94
存货	18234	20065	22657	23631	25209
其他	20056	17565	21227	23424	25697
非流动资产	22469	25233	25288	25347	25407
长期股权投资	2082	2234	2234	2234	2234
固定资产	7265	7641	7987	8305	8596
无形资产商誉	2673	2676	2408	2168	1951
其他	10450	12682	12659	12641	12627
资产总计	188252	189984	189863	190949	200331
流动负债	51027	67352	72776	74952	78477
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	9493	9887	11164	11644	12421
预收账款	11699	13474	15213	15867	16927
其他	29834	43991	46399	47441	49129
长期负债	831	452	452	452	452
长期借款	0	0	0	0	0
其他	831	452	452	452	452
负债合计	51857	67804	73228	75404	78929
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积金	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	126721	113368	107259	105520	110649
少数股东权益	3110	2248	2812	3461	4188
归属于母公司所有者权益	133285	119932	113823	112084	117214
负债及权益合计	188252	189984	189863	190949	200331

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	33940	29706	13526	15224	17882
净利润	33193	9317	14468	16667	18670
折旧摊销	783	878	914	911	909
财务费用	40	29	(979)	(956)	(969)
投资收益	(75)	(112)	(389)	(389)	(389)
营运资金变动	990	21103	(488)	(1009)	(339)
其它	(992)	(1510)	0	0	0
投资活动现金流	(2642)	(1971)	(580)	(580)	(580)
资本支出	(2666)	(1967)	(969)	(969)	(969)
其他投资	24	(3)	389	389	389
筹资活动现金流	(19622)	(28392)	(19398)	(16801)	(11845)
借款变动	5402	1538	(364)	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	(28126)	(32307)	(20014)	(17756)	(12814)
其他	3102	2376	979	956	969
现金净增加额	11675	(656)	(6453)	(2157)	5457

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	89175	40529	49015	54120	59387
营业成本	20461	9102	10277	10719	11435
营业税金及附加	13041	11038	8448	9328	10235
营业费用	10692	7629	8787	9199	9916
管理费用	3555	3097	3313	3428	3643
研发费用	405	449	543	600	658
财务费用	(2834)	(2662)	(979)	(956)	(969)
资产减值损失	(3)	(14)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	274	277	277	277	277
投资收益	75	112	112	112	112
营业利润	44200	12251	19015	22191	24857
营业外收入	40	46	46	46	46
营业外支出	77	99	99	99	99
利润总额	44163	12199	18962	22138	24804
所得税	10970	2882	4494	5472	6134
少数股东损益	1340	363	563	649	727
归属于母公司净利润	31853	8954	13905	16017	17943

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	7.1%	-55%	21%	10%	10%
营业利润	5.2%	-72%	55%	17%	12%
归母净利润	5.4%	-72%	55%	15%	12%
获利能力					
毛利率	77.1%	77.5%	79.0%	80.2%	80.7%
净利率	35.7%	22.1%	28.4%	29.6%	30.2%
ROE	24.2%	7.1%	11.9%	14.2%	15.7%
ROIC	23.1%	5.6%	11.5%	13.7%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	27.5%	35.7%	38.6%	39.5%	39.4%
净负债比率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	2.4	2.3	2.2	2.2
速动比率	2.9	2.1	2.0	1.9	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1975.0	898.0	1042.0	999.0	996.0
应付账款周转率	2.1	0.9	1.0	0.9	1.0
每股资料(元)					
EPS	8.21	2.31	3.58	4.13	4.62
每股经营净现金	8.74	7.65	3.48	3.92	4.61
每股净资产	34.34	30.90	29.32	28.88	30.20
每股股利	5.75	5.16	5.15	3.30	3.70
估值比率					
PE	11.8	42.1	27.1	23.5	21.0
PB	2.8	3.1	3.3	3.4	3.2
EV/EBITDA	7.2	29.5	15.9	13.6	12.1

资料来源：公司数据、招商证券

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。