

## 公司研究

## 业务追溯调整，分红及回购保障股东回报

## ——五粮液（000858.SZ）更新点评

## 要点

**事件：**近期五粮液公告对2025年业务模式进行追溯梳理，调整部分业务收入确认相关核算，结合2025年年报与2026年一季报，我们更新观点如下：

**业务追溯调整，25年报表端出清。**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核算，此次更正涉及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，其中25年前三季度利润表营收调减约303亿元、资产负债表其他流动负债项调增274亿元（25年年报其他流动负债科目下新增监管商品款项263亿元）。公司25年营收405.29亿元，同比下滑54.55%，其中25Q1-Q4单季度收入同比下滑幅度50%+。25年白酒行业处于深度调整期，公司销售面临一定压力和挑战，25年五粮液/其他酒产品销售量同比下滑53.0%/22.5%，主品牌出清幅度较高。利润端，25年归母净利润89.54亿元，同比下滑71.89%，利润调整幅度高于收入，主要受税金率/销售费用率/管理费用率等扰动影响，后续伴随收入规模回升，费用率有望回归稳态水平。

**26Q1旺季实际动销表现较好，全年目标更加侧重高质量发展。**26Q1五粮液实际动销表现较好，考虑25年同期控货、基数较低，26年春节旺季实际动销同比增长相对明显，对比24年同期亦有一定增长。26Q1公司总营收/归母净利润228.38/80.63亿元、较调整后数据同比增长33.67%/82.57%。虽然行业环境恢复仍存不确定性，但公司积极应对市场变化，在品牌建设、产品运营、渠道拓展等方面持续发力。26年公司经营目标为全力实现高质量的市场动销和市场份额的有效提升，在渠道风险逐步出清后，经营趋势或逐步修复。低基数下收入及利润同比增速有望逐渐改善，且需求好转、经济恢复预期强化有望贡献报表弹性。

**分红及回购保障股东回报。**公司25年累计派发现金红利200.14亿元（含税）、对应分红比例223.51%。此前公司已发布公告，2024-26年每年度现金分红比例不低于70%、且不低于200亿元（含税），另外拟以80-100亿元回购股份。考虑分红总额与回购，当前股息率7.8%+（按2026.5.6收盘市值）。此外，五粮液集团公司拟增持股份公司股票、金额30-50亿元，以进一步强化信心。

**盈利预测、估值与评级：**考虑报表出清以及需求恢复节奏，我们下调公司2026-27年归母净利润预测为157.9/173.0亿元（较前次预测下调40%/38%），新增28年归母净利润预测189.3亿元，当前股价对应26-28年P/E为23/21/19倍。公司在行业调整期间主动调整，浓香龙头的品牌优势依旧较强，分红及回购保障投资者回报，维持“买入”评级。

**风险提示：**高端白酒需求疲软，千元价位竞争加剧，普五渠道库存风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	89,175	40,529	46,194	49,591	53,293
营业收入增长率	7.09%	-54.55%	13.98%	7.35%	7.47%
归母净利润（百万元）	31,853	8,954	15,789	17,300	18,927
归母净利润增长率	5.44%	-71.89%	76.33%	9.57%	9.40%
EPS（元）	8.21	2.31	4.07	4.46	4.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.90%	7.47%	13.65%	15.18%	15.72%
P/E	11	40	23	21	19
P/B	2.7	3.0	3.1	3.1	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-05-06

## 买入（维持）

当前价 92.26元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsec.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	38.82
总市值(亿元)	3581.17
一年最低/最高(元)	90.10/130.68
近3月换手率	22.84%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-20.35	-18.80	-53.26
绝对	-10.52	-13.78	-25.21

资料来源：Wind

## 相关研报

旺季动销稳健，营销动作积极——五粮液（000858.SZ）跟踪报告（2026-03-27）  
卸下包袱，大幅出清——五粮液（000858.SZ）2025年三季报点评（2025-11-02）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	89,175	40,529	46,194	49,591	53,293
营业成本	20,461	9,102	9,767	10,153	10,637
折旧和摊销	710	768	790	878	938
税金及附加	13,041	11,038	6,929	7,439	7,994
销售费用	10,692	7,629	7,391	7,687	7,994
管理费用	3,555	3,097	2,772	2,876	3,091
研发费用	405	449	323	347	373
财务费用	-2,834	-2,662	-1,754	-1,693	-1,736
投资收益	75	112	112	100	100
营业利润	44,200	12,251	21,121	23,142	25,318
利润总额	44,163	12,199	21,121	23,142	25,318
所得税	10,970	2,882	4,858	5,323	5,823
净利润	33,193	9,317	16,263	17,819	19,495
少数股东损益	1,340	363	474	519	568
归属母公司净利润	31,853	8,954	15,789	17,300	18,927
EPS(元)	8.21	2.31	4.07	4.46	4.88

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	33,940	29,706	12,215	16,737	18,330
净利润	31,853	8,954	15,789	17,300	18,927
折旧摊销	710	768	790	878	938
净营运资金增加	-5,388	-65,664	10,432	3,564	3,969
其他	6,764	85,648	-14,797	-5,006	-5,503
投资活动产生现金流	-2,642	-1,971	-732	-800	-500
净资本支出	-2,656	-1,931	-1,050	-850	-550
长期投资变化	2,082	2,234	0	0	0
其他资产变化	-2,068	-2,274	318	50	50
融资活动现金流	-19,622	-28,392	-18,273	-17,335	-10,738
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	394	-45	-14	0	0
无息负债变化	18,380	15,991	-4,861	803	930
净现金流	11,676	-657	-6,791	-1,398	7,092

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	77.1%	77.5%	78.9%	79.5%	80.0%
EBITDA 率	47.2%	25.6%	43.4%	44.8%	45.8%
EBIT 率	46.3%	23.5%	41.7%	43.0%	44.0%
税前净利润率	49.5%	30.1%	45.7%	46.7%	47.5%
归母净利润率	35.7%	22.1%	34.2%	34.9%	35.5%
ROA	17.6%	4.9%	9.0%	9.8%	10.3%
ROE (摊薄)	23.9%	7.5%	13.6%	15.2%	15.7%
经营性 ROIC	32.2%	21.5%	34.8%	35.6%	36.3%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	28%	36%	35%	35%	34%
流动比率	3.25	2.45	2.53	2.49	2.59
速动比率	2.89	2.15	2.22	2.17	2.25
归母权益/有息债务	326.14	329.35	330.59	325.66	344.10
有形资产/有息债务	445.44	500.82	501.56	500.42	523.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	188,252	189,984	181,359	180,954	188,905
货币资金	127,399	127,014	120,223	118,825	125,918
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	37	38	39	42	45
应收票据	10	5	5	5	5
其他应收款 (合计)	47	64	23	25	27
存货	18,234	20,065	19,535	20,305	21,274
其他流动资产	19,911	17,370	17,666	17,843	18,036
流动资产合计	165,783	164,752	157,611	157,184	165,473
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	2,082	2,234	2,234	2,234	2,234
固定资产	7,262	7,639	9,694	10,678	11,123
在建工程	5,793	7,031	5,062	3,916	3,012
无形资产	2,671	2,674	2,670	2,666	2,663
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	318	306	306	306	306
非流动资产合计	22,469	25,233	23,748	23,770	23,432
总负债	51,857	67,804	62,929	63,732	64,662
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	9,077	8,535	4,884	5,076	5,318
应付票据	416	1,352	488	508	532
预收账款	9	14	5	5	5
其他流动负债	1,057	27,029	27,369	27,573	27,795
流动负债合计	51,027	67,352	62,221	63,025	63,955
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	243	307	307	307	307
非流动负债合计	831	452	707	707	707
股东权益	136,395	122,181	118,430	117,222	124,243
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
公积金	41,747	45,632	45,632	45,632	45,632
未分配利润	87,657	70,419	66,195	64,467	70,921
归属母公司权益	133,285	119,932	115,708	113,981	120,434
少数股东权益	3,110	2,248	2,722	3,241	3,809

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	11.99%	18.82%	16.00%	15.50%	15.00%
管理费用率	3.99%	7.64%	6.00%	5.80%	5.80%
财务费用率	-3.18%	-6.57%	-3.80%	-3.41%	-3.26%
研发费用率	0.45%	1.11%	0.70%	0.70%	0.70%
所得税率	25%	24%	23%	23%	23%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	5.75	5.16	4.90	3.21	3.52
每股经营现金流	8.74	7.65	3.15	4.31	4.72
每股净资产	34.34	30.90	29.81	29.36	31.03
每股销售收入	22.97	10.44	11.90	12.78	13.73

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	11	40	23	21	19
PB	2.7	3.0	3.1	3.1	3.0
EV/EBITDA	7.7	26.7	14.4	13.2	11.9
股息率	6.2%	5.6%	5.3%	3.5%	3.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼