

五粮液(000858)

报告日期: 2026年05月16日

25年去库持续深度出清, 26Q1低基数下增长显著

——五粮液2025年报&2026一季报点评

投资要点

- **【调整后】**25年收入/归母净利润/扣非净利润分别405.29/89.54亿元(同比-54.55%/-71.89%);26Q1公司收入/归母净利润分别228.38/80.63亿元(同比+33.67%/+82.57%)。
- **【调整前】**公司对25年业务模式进行梳理,基于谨慎性原则,调整25年部分业务收入确认相关核算:其中25Q1调整前收入/归母净利润分别369.40/148.60亿元,调整后分别为170.86/44.16亿元,为26Q1业绩高增原因之一。
- **【调整情况说明】**本次调整核心涉及收入口径确认变化,新增的两个科目-监管商品款项263亿元(其他流动负债)及监管商品49亿元(其他流动资产),本次财务调整未涉及现金流量表。
- **25年:不强制回款持续去库,销量下滑明显**
 ①白酒销量同比-30.26%,其中五粮液产品/其他酒产品营收-58.84%/-39.89%,销量-53.00%/-22.46%,吨价-12.44%/-22.47%;②25年经销/直销营收-53.65%/-57.80%;③25年毛利率/净利率同比+0.49/-14.23pct至77.54%/22.99%,税金及附加率/销售费用/管理费用/财务费用率同比+12.61/+6.83/+3.65/-3.39pct至27.24%/18.82%/7.64%/-6.57%,经营净现金流同比-12.47%至297.06亿元。
- **26Q1:低基数下收入增长明显,税费抵扣推升净利率**
 受益于25Q1低基数+26Q1八代以价换量动销优秀,低基数下业绩高增。26Q1毛利率/净利率同比+2.36/+9.25pct至81.43%/36.45%,税金及附加率/销售费用/管理费用/财务费用率同比-15.31/+7.33/-1.76/+1.52pct至16.33%/16.07%/4.35%/-2.34%(税金率下降或主因未确认收入的部分原来交过消费税,有税费抵扣因素)。经营净现金流同比-116.00%至-25.35亿元,合同负债同比/环比+39.72/+6.79亿元至141.38亿元。
- **投资建议**
 本次会计调整短期有扰动,但利于公司良性健康发展,后续公司或通过推进股份增持/开展80-100亿股份回购用于减少注册资本/稳定现金分红等方式稳定市值&五粮液集团回购30-50亿元,目前公司股息率5.8%,经营正常,核心竞争力稳定。我们预计2026-2028年收入分别为465/517/570亿元,同比增长15%/11%/10%;实现归母净利润161/177/195亿元,同比增长80%/10%/10%,对应PE为21/19/17倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:消费恢复不及预期;市场竞争加剧;市场拓展不及预期。**

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	40528.51	46540.54	51690.63	57049.18
(+/-)(%)	-54.55%	14.83%	11.07%	10.37%
归母净利润	8954.26	16140.82	17731.24	19451.67
(+/-)(%)	-71.89%	80.26%	9.85%	9.70%
每股收益(元)	2.31	4.16	4.57	5.01
P/E	37.66	20.89	19.02	17.34

资料来源:浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

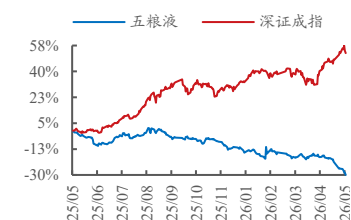
分析师: 张潇倩
 执业证书号: S1230526010001
 zhangxiaoqian01@stocke.com.cn

分析师: 何宇航
 执业证书号: S1230526050002
 heyuhang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥86.87
总市值(百万元)	337,195.29
总股本(百万股)	3,881.61

股票走势图



相关报告

- 1 《Q3出清超预期,蓄势2026》2025.11.03
- 2 《25H1业绩符合预期,关注后续量价策略》2025.09.07
- 3 《25Q1业绩略超预期,关注改革三重抓手》2025.05.05

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	164,752	154,734	161,456	164,380
现金	127,014	123,290	125,901	125,402
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	43	44	63	92
其它应收款	64	40	51	66
预付账款	195	132	158	200
存货	20,065	14,106	17,148	21,079
其他	17,370	17,122	18,134	17,542
非流动资产	25,233	25,823	27,686	28,922
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2,234	2,112	2,142	2,163
固定资产	7,639	9,486	11,327	12,616
无形资产	2,674	3,261	3,555	3,791
在建工程	7,031	6,494	5,862	5,531
其他	5,655	4,470	4,800	4,821
资产总计	189,984	180,557	189,142	193,302
流动负债	67,352	61,204	73,800	83,023
短期借款	0	15,975	19,988	23,625
应付款项	9,887	7,221	8,644	10,564
预收账款	14	10	11	15
其他	57,451	37,998	45,156	48,819
非流动负债	452	561	615	542
长期借款	0	0	0	0
其他	452	561	615	542
负债合计	67,804	61,766	74,414	83,565
少数股东权益	2,248	2,902	3,621	4,409
归属母公司股东权益	119,932	115,889	111,107	105,328
负债和股东权益	189,984	180,557	189,142	193,302

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	40,529	46,541	51,691	57,049
营业成本	9,102	10,691	11,652	12,658
营业税金及附加	11,038	6,981	7,754	8,557
营业费用	7,629	6,050	6,720	7,416
管理费用	3,097	2,327	2,326	2,567
研发费用	449	302	381	475
财务费用	(2,662)	(1,456)	(948)	(773)
资产减值损失	(24)	(10)	(13)	(20)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	112	115	118	122
其他经营收益	290	299	308	317
营业利润	12,251	22,043	24,212	26,557
营业外收支	(52)	(54)	(55)	(57)
利润总额	12,199	21,989	24,156	26,500
所得税	2,882	5,195	5,706	6,260
净利润	9,317	16,795	18,450	20,240
少数股东损益	363	654	719	788
归属母公司净利润	8,954	16,141	17,731	19,452
EBITDA	11,171	21,304	24,149	26,813
EPS (最新摊薄)	2.31	4.16	4.57	5.01

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-54.55%	14.83%	11.07%	10.37%
营业利润	-72.28%	79.93%	9.84%	9.69%
归属母公司净利润	-71.89%	80.26%	9.85%	9.70%
获利能力				
毛利率	77.54%	77.03%	77.46%	77.81%
净利率	22.99%	36.09%	35.69%	35.48%
ROE	6.93%	13.40%	15.19%	17.33%
ROIC	6.53%	11.85%	13.46%	15.18%
偿债能力				
资产负债率	35.69%	34.21%	39.34%	43.23%
净负债比率	0.54%	26.29%	27.32%	28.66%
流动比率	2.45	2.53	2.19	1.98
速动比率	2.15	2.30	1.96	1.73
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.25	0.28	0.30
应收账款周转率	1079.44	1396.86	1644.91	1501.95
应付账款周转率	1.03	1.42	1.64	1.49
每股指标(元)				
每股收益	2.31	4.16	4.57	5.01
每股经营现金	7.65	0.50	5.34	6.07
每股净资产	30.90	29.86	28.62	27.14
估值比率				
P/E	37.66	20.89	19.02	17.34
P/B	2.81	2.91	3.03	3.20
EV/EBITDA	25.68	10.95	9.75	8.96

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	29,706	1,941	20,710	23,551
净利润	9,317	16,795	18,450	20,240
折旧摊销	878	771	940	1,085
财务费用	(2,662)	(1,456)	(948)	(773)
投资损失	(112)	(115)	(118)	(122)
营运资金变动	23,346	(21,340)	5,719	7,173
其它	(1,062)	7,286	(3,333)	(4,053)
投资活动现金流	(1,971)	(2,433)	(2,358)	(2,181)
资本支出	(1,615)	(1,865)	(1,911)	(1,798)
长期投资	(152)	122	(30)	(20)
其他	(203)	(690)	(417)	(363)
筹资活动现金流	(28,392)	(3,232)	(15,740)	(21,870)
短期借款	0	15,975	4,013	3,636
长期借款	0	0	0	0
其他	(28,392)	(19,208)	(19,753)	(25,506)
现金净增加额	(656)	(3,725)	2,611	(499)

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>