

主动控货挺价以减负蓄能,调整期仍重视股东回报

——五粮液 (000858) 点评报告

增持 (维持)

2026 年 10 月 28 日

报告关键要素:

10 月 27 日晚间,公司发布 2026 年三季报: 2026 年前三季度实现营业收入 328.58 亿元 (YoY+7.25%), 实现归母净利润 97.11 亿元 (YoY+49.98%), 实现扣非归母净利润 94.41 亿元 (YoY+46.18%); 其中 2026Q3 实现营业收入 44.42 亿元 (YoY-37.68%), 实现归母净利润 9.58 亿元 (YoY-48.25%)。我们判断,前三季度增长主要来自 2025 年会计差错更正压低的基数效应与税金及附加占比的一次性回归,两者均不具持续性; Q3 单季营收与利润大幅下滑,则反映报表调整影响弱化后的真实动销,以及公司以主动控货、收窄费用政策换取渠道减负的取舍。我们下调公司 2026-2028 年归母净利润预测至 134.21/146.97/159.30 亿元 (原 2026-2027 年为 306.39/334.23 亿元), 对应 EPS 3.46/3.79/4.10 元/股,按 10 月 28 日收盘价计算,对应 PE 20.94/19.12/17.64 倍,维持“增持”评级。

投资要点:

2026Q3 业绩承压,公司主动控货挺价。2026 年前三季度,公司实现营业收入 328.58 亿元 (YoY+7.25%), 实现归母净利润 97.11 亿元 (YoY+49.98%), 实现扣非归母净利润 94.41 亿元 (YoY+46.18%)。其中,2026 年第三季度,公司实现营业收入 44.42 亿元 (YoY-37.68%), 实现归母净利润 9.58 亿元 (YoY-48.25%), 实现扣非归母净利润 9.57 亿元 (YoY-48.16%)。前三季度业绩保持增长,主要是报表调整 (前期会计差错更正) 压低了 2025 年同期基数,并有部分在 2025 年调减的收入,在 2026 年随着终端动销陆续确认收入,成为前三季度收入的重要补充。前三季度利润增速显著高于营收,主要是靠税金率的一次性回归,前三季度税金及附加费用率为 14.79%, 同比-14.97pcts, 原因也是报表调整导致。而 2026Q3 单季度的营收与利润同比大幅下降,主要原因是 2025 年调减的收入有部分在 2026 年上半年尤其是 Q1 得到确认,在 Q3 确认的比较少,报表调整的影响弱化,体现出更为真实的动销情况。从行业层面来看,白酒需求端疲软,商务宴请、宴席消费复苏不及预期,中秋国庆“旺季不旺”,行业集体遇冷,而渠道端仍处于去库存阶段,

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	40528.51	42249.80	43972.25	46477.93
增长率 (%)	-54.55	4.25	4.08	5.70
归母净利润 (百万元)	8954.26	13420.51	14697.22	15929.79
增长率 (%)	-71.89	49.88	9.51	8.39
每股收益 (元)	2.31	3.46	3.79	4.10
市盈率 (倍)	31.38	20.94	19.12	17.64
市净率 (倍)	2.34	2.11	1.90	1.71

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

基础数据

总股本 (百万股)	3,881.61
流通 A 股 (百万股)	3,881.51
收盘价 (元)	72.40
总市值 (亿元)	2,810.28
流通 A 股市值 (亿元)	2,810.22

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

主动去库存以减负蓄能,调整期仍重视股东回报

业绩韧性仍存,期待边际改善

2025 年平稳开局,渠道优化助力发展

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

价格倒挂普遍；从公司层面来看，五粮液 2026Q3 的重心转向渠道生态修复，通过控量、收窄费用政策等措施稳价，牺牲短期报表换渠道减负蓄能。当前白酒需求未出现明显回暖迹象，同时公司渠道仍处于去库存阶段，我们判断公司 2026Q4 动销可能依然延续承压态势。

产品端更加聚焦主品牌，销售端费用投放力度加大。2026Q3，公司毛利率上升 8.66pct 至 77.32%，判断主要是毛利率高的五粮液主品牌占比同比大幅提升所致，体现公司在行业调整期，更加聚焦主品牌的产品策略。2026Q3，公司销售费用同比+19.64%，在分母端的营收同比大幅下降的情况下，销售费用率大幅上升 15.92pcts 至 33.23%，销售投入明显增长，判断主要与公司加大消费者端如普五红包、开瓶扫码等活动投入，以及加大营销力度有关。2026Q3 公司管理/研发/财务费用率分别为 11.24%/2.02%/-11.04%，分别同比+3.02/+0.49/-0.20pct。期间费用率提升的情况下，净利率为 21.91%，同比下滑 4.84pcts。

2026Q3 经营现金流转正，大规模注销式回购稳步推进彰显信心。2026Q3 销售收现 72.06 亿元，同比+0.91%，收现比达 1.62 倍，并且经营活动现金流净额 22.00 亿元、实现同比转正，说明三季度核心产品的终端动销回款十分扎实，并未因为报表收入的缩减而恶化。值得关注的是，在行业调整期，公司持续践行积极的股东回报。据公司 10 月 9 日披露，公司拟耗资 80 至 100 亿元用于减少注册资本的回购方案正有序实施，截至 9 月 30 日已累计回购 1,612.78 万股，耗资 12.01 亿元。在行业处于深度筑底阶段，大规模的注销式回购不仅能够实质性增厚每股收益，更彰显管理层对公司长期内在价值的信心。

盈利预测与投资建议：我们判断当前白酒行业渠道端库存出清接近尾声，但需求端仍在磨底，报表端还处于出清中段，多数酒企报表调整幅度大于终端实际动销降幅。公司作为高端白酒龙头，品牌护城河较深，低估值+高分红为股价提供支撑，随着库存逐步出清，股价有望迎来反弹。我们根据公司最新业绩下调公司盈利预测，预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 134.21/146.97/159.30 亿元（更新前 2026-2027 年为 306.39/334.23 亿元），同比 49.88%/+9.51%/+8.39%，对应 EPS 为 3.46/3.79/4.10 元/股，10 月 28 日收盘价对应 PE 为 20.94/19.12/17.64 倍，维持公司“增持”评级。

风险因素：政策风险、行业渠道库存去化节奏不及预期风险、白酒需求复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险。

利润表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	40529	42250	43972	46478
同比增速 (%)	-54.55	4.25	4.08	5.70
营业成本	9102	8744	9508	10022
毛利	31427	33506	34465	36455
营业收入 (%)	77.54	79.30	78.38	78.44
税金及附加	11038	6235	6596	6853
营业收入 (%)	27.24	14.76	15.00	14.74
销售费用	7629	9295	8355	8180
营业收入 (%)	18.82	22.00	19.00	17.60
管理费用	3097	2535	2638	2789
营业收入 (%)	7.64	6.00	6.00	6.00
研发费用	449	380	220	232
营业收入 (%)	1.11	0.90	0.50	0.50
财务费用	-2662	-3175	-3291	-3701
营业收入 (%)	-6.57	-7.52	-7.49	-7.96
资产减值损失	-24	-5	-6	-6
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	277	350	395	0
投资收益	112	96	104	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	13	2	2	0
营业利润	12251	18680	20442	22097
营业收入 (%)	30.23	44.21	46.49	47.54
营业外收支	-52	-65	-56	0
利润总额	12199	18615	20386	22097
营业收入 (%)	30.10	44.06	46.36	47.54
所得税费用	2882	4618	5057	5480
净利润	9317	13998	15329	16616
营业收入 (%)	22.99	33.13	34.86	35.75
归属于母公司的净利润	8954	13421	14697	15930
同比增速 (%)	-71.89	49.88	9.51	8.39
少数股东损益	363	577	632	686
EPS（元/股）	2.31	3.46	3.79	4.10

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	2.31	3.46	3.79	4.10
BVPS	30.90	34.33	38.12	42.22
PE	31.38	20.94	19.12	17.64
PEG	-0.44	0.42	2.01	2.10
PB	2.34	2.11	1.90	1.71
EV/EBITDA	26.50	9.57	7.67	6.26
ROE	7.47%	10.07%	9.93%	9.72%
ROIC	5.90%	8.52%	8.48%	8.22%

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	127014	131656	148056	164661
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	43	30	33	39
存货	20065	11537	13992	16689
预付款项	195	108	129	158
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	17434	16744	17660	18219
流动资产合计	164752	160074	179871	199767
长期股权投资	2234	2282	2336	2388
固定资产	7641	8390	9084	9750
在建工程	7034	7560	8029	8561
无形资产	2674	2715	2660	2615
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	4813	7515	7515	7515
其他非流动资产	835	666	579	448
资产总计	189984	189204	210075	231045
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9887	5906	7053	8364
预收账款	14	9	10	12
合同负债	13460	7684	9455	11294
应付职工薪酬	4319	2595	3153	3685
应交税费	2093	2938	2974	2925
其他流动负债	37579	33565	35593	36312
流动负债合计	67352	52697	58238	62593
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	100	47	47	47
其他非流动负债	352	381	381	381
负债合计	67804	53124	58666	63020
归属于母公司的所有者权益	119932	133254	147952	163881
少数股东权益	2248	2825	3457	4144
股东权益	122181	136080	151409	168025
负债及股东权益	189984	189204	210075	231045

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	29706	6289	17695	17917
投资	-40	-49	-54	-53
资本性支出	-1931	-1444	-1346	-1259
其他	0	135	104	0
投资活动现金流净额	-1971	-1357	-1296	-1311
债权融资	0	-220	0	0
股权融资	139	-98	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-28005	0	0	0
其他	-525	29	0	0
筹资活动现金流净额	-28392	-289	0	0
现金净流量	-657	4642	16399	16605

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场