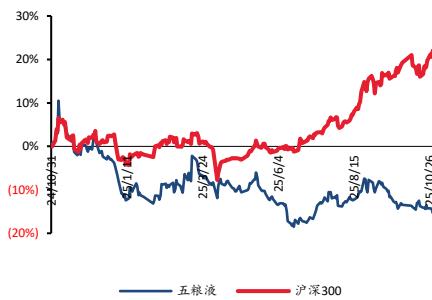




五粮液: Q3 主动调整致短期承压, 蓄力换挡静待风来

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	38.82/38.81
总市值/流通(亿元)	4,598.54/4,598.54
12个月内最高/最低价(元)	164.6/117

相关研究报告

- <<五粮液: 业绩彰显韧性, 渠道改革初显成效>>--2025-08-29
<<五粮液: 2024年高质量收官, 2025年开年稳健>>--2025-04-28
<<五粮液: 业绩符合预期, 加大分红提升股东回报>>--2024-11-01

证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师: 林叙希

电话:

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

事件: 2025Q1-3 公司实现营业总收入 609.45 亿元, 同比增长-10.26%; 实现归母净利润 215.11 亿元, 同比-13.72%, 扣非归母净利润 214.95 亿元, 同比-13.44%。2025Q3 公司实现营业总收入 81.74 亿元, 同比-52.66%; 归母净利润 20.19 亿元, 同比-65.62%, 扣非归母净利润为 20.15 亿元, 同比-65.81%。公司顺应市场主动降速, 并推出每 10 股派现 25.78 元(含税)的中期利润分配预案, 合计派发现金红利 100.07 亿元, 对应中期股息率为 2.17%, 重视投资者回报。

公司主动调整追求量价再平衡, 轻装上阵静待复苏。面对消费需求的疲软以及行业性的高库存压力, 公司主动优化渠道库存、稳定产品价格, 不以追求短期业绩向渠道盲目压货, 虽短期拖累报表, 但意在维护品牌长期价值。公司通过主动调控投放节奏, 第八代五粮液在价格探底后批价已回升至 820 元/瓶左右并企稳, 同比下滑约 110 元, 静待渠道库存逐步消化、动销节奏平稳回升后批价逐步上移。在新产品方面, 公司于第三季度推出的战略新品“29° 五粮液·一见倾心”, 以低度化、年轻化切入新消费场景, 上市两个月销售已突破亿元, 成功开辟“年轻化白酒”新赛道。截至 2025Q3 末公司合同负债 96.5 亿元, 同比/环比分别+21.9/-8.5 亿元, 合同负债保持较高水位。

毛利率下滑拖累业绩, 费用刚性仍存。2025Q1-3 公司毛利率为 74.9%, 同比-2.1pct, 其中 2025Q3 毛利率 62.6%, 同比-13.5pct, 因高端酒需求不足导致竞争加剧以及渠道返利压力影响, 三季度毛利率大幅下滑。2025Q1-3 税金及附加/销售/管理费用率分别为 15.0%/10.9%/3.8%, 同比+0.6/-0.6/+0.2pct, 其中 2025Q3 税金及附加/销售/管理费用率分别为 15.5%/15.1%/7.2%, 同比+0.6/+1.1/+3.2pct, 费用率有所上升。2025Q1-3 公司归母净利率为 35.3%, 同比-1.4pct, 其中 2025Q3 归母净利率为 24.7%, 同比-9.3pct。2025Q3 销售收现 71.4 亿元, 同比-74.7%, 经营性现金流净额-28.9 亿元, 同比-117.7%。

投资建议:根据公司 2025Q3 业绩以及近期动销情况, 我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年收入增速分别为-15.0%/0.0%/4.0%, 归母净利润增速分别为-16.2%/2.0%/4.3%, EPS 分别为 6.88/7.01/7.32 元, 对应当前股价 PE 分别为 17x/17x/16x, 给予“增持”评级。

风险提示:食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	89,175	75,832	75,846	78,871
营业收入增长率(%)	7.09%	-14.96%	0.02%	3.99%
归母净利（百万元）	31,853	26,690	27,222	28,403
净利润增长率(%)	5.44%	-16.21%	1.99%	4.34%
摊薄每股收益(元)	8.21	6.88	7.01	7.32
市盈率(PE)	17.07	17.23	16.89	16.19

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）						利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	115,456	127,399	119,775	130,156	136,311	营业收入	83,272	89,175	75,832	75,846	78,871
应收和预付款项	212	193	3,285	4,280	5,871	营业成本	20,157	20,461	18,165	17,863	18,810
存货	17,388	18,234	15,795	15,476	16,319	营业税金及附加	12,532	13,041	11,375	11,377	11,831
其他流动资产	14,126	19,958	19,458	15,944	17,514	销售费用	7,796	10,692	9,100	8,722	8,676
流动资产合计	147,182	165,783	158,313	165,856	176,014	管理费用	3,319	3,555	3,033	2,879	2,997
长期股权投资	2,020	2,082	2,137	2,186	2,239	财务费用	-2,473	-2,834	-2,803	-2,635	-2,863
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-4	2	-8	-5	-6
固定资产	5,190	7,265	7,063	6,879	6,678	投资收益	58	75	102	102	82
在建工程	5,623	5,795	7,248	8,809	10,273	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	2,057	2,671	3,352	4,272	4,986	营业利润	42,004	44,200	37,119	37,844	39,491
长期待摊费用	163	142	142	142	142	其他非经营损益	-91	-37	-55	-55	-55
其他非流动资产	150,379	170,298	162,621	170,034	180,105	利润总额	41,913	44,163	37,064	37,789	39,436
资产总计	165,433	188,252	182,563	192,321	204,423	所得税	10,392	10,970	9,147	9,334	9,729
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	31,521	33,193	27,916	28,454	29,707
应付和预收款项	9,614	9,502	8,248	8,146	8,445	少数股东损益	1,310	1,340	1,227	1,233	1,305
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	30,211	31,853	26,690	27,222	28,403
其他负债	23,469	42,355	26,017	25,118	27,094						
负债合计	33,084	51,857	34,266	33,264	35,540						
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	预测指标					
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	122,994	126,721	137,397	146,925	155,445	毛利率	75.79%	77.05%	76.05%	76.45%	76.15%
归母公司股东权益	129,558	133,285	143,961	153,489	162,010	销售净利率	36.28%	35.72%	35.20%	35.89%	36.01%
少数股东权益	2,791	3,110	4,336	5,569	6,873	销售收入增长率	12.58%	7.09%	-14.96%	0.02%	3.99%
股东权益合计	132,349	136,395	148,297	159,058	168,883	EBIT 增长率	12.54%	4.63%	-17.04%	2.61%	4.04%
负债和股东权益	165,433	188,252	182,563	192,321	204,423	净利润增长率	13.19%	5.44%	-16.21%	1.99%	4.34%
现金流量表（百万）						ROE	23.32%	23.90%	18.54%	17.74%	17.53%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROA	18.26%	16.92%	14.62%	14.15%	13.89%
经营性现金流	41,742	33,940	10,507	30,338	28,124	ROIC	22.41%	22.62%	17.31%	16.56%	16.24%
投资性现金流	-2,932	-2,642	-2,084	-2,263	-2,088	EPS(X)	7.78	8.21	6.88	7.01	7.32
融资性现金流	-16,300	-19,622	-16,047	-17,694	-19,882	PE(X)	18.03	17.07	17.23	16.89	16.19
现金增加额	22,511	11,676	-7,624	10,381	6,155	PB(X)	4.20	4.08	3.19	3.00	2.84
						PS(X)	6.54	6.10	6.06	6.06	5.83
						EV/EBITDA(X)	10.61	9.81	9.91	9.38	8.83

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。