

开始大幅出清

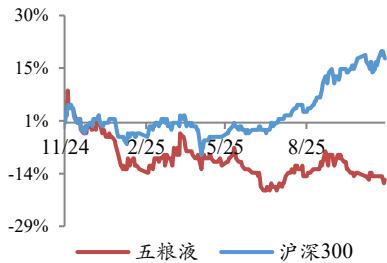
——五粮液 25Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-02

收盘价（元）	118.99
近 12 个月最高/最低（元）	157.28/114.05
总股本（百万股）	3,882
流通股本（百万股）	3,881
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	4,619
流通市值（亿元）	4,619

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

邮箱：zhengshaoxuan@hazq.com

主要观点：

➤ 公司发布 25Q3 业绩：

- **25Q3：**营收 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 20.15 亿元(同比-65.81%)。
- **25Q1-3：**营收 609.45 亿元(同比-10.26%), 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%)。
- 拟中期分红每 10 股派发现金红利 25.78 元(含税)。
- **25Q3 出清幅度超市场预期。**

● 收入：动销压力真实传导

- 25Q3 公司营收同比-52.66%, 报表出清幅度超市场预期, 真实传导动销压力。分品类, 我们预计 25Q3 普五同比下滑幅度与公司整体水平接近, 主因商务需求环境承压, 25Q3 普五批价持续下滑, 侧面验证当前普五动销压力; 低度普五、1618 通过资源投放+聚焦宴席, 预计表现略好于公司整体。

● 利润：盈利水平维持稳定

- 25Q3 公司毛利率同比-13.5pct 至 62.64%, 我们预计主因公司加大渠道补贴力度。同期, 公司销售/管理费率各同比+1.1/+3.2pct, 主因规模效应减弱, 从绝对额看 25Q3 公司销售/管理费用各同比-49.1%/-15.4%。综上, 25Q3 公司归母净利率同比-9.3pct 至 24.7%, 毛利率下降与规模效应减弱是主因。

● 回款质量：渠道库存集中去化

- 25Q3 公司销售收现同比-74.7%, “营收+△合同负债”同比-54.5%, 公司以渠道健康优先, 放松回款要求, 渠道库存集中去化。应收账款融资同比/环比-55.9%/-14.0%, 渠道持续去杠杆。
- 25Q3 末公司合同负债 92.68 亿元, 同比/环比各+21.96/-8.09 亿元, 侧面验证公司 25Q3 发货节奏相对克制, 以维护渠道健康。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

公司顺应市场趋势, 25Q3 开始大幅出清报表, 超市场预期, 为后续健康经营奠定基础。同时, 公司进行中期分红积极回馈股东, 中期股息率达 2.2%。从历史演绎看, 若 25Q3-26H1 公司报表连续出清, 我们预计 26H2 报表端或重回健康增长。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复较慢以及公司开始集中去化库存, 我们调整公司盈利预测, 预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入

入 741.5/742.1/786.4 亿元 (原值 898.5/935.9/987.1 亿元), 分别同比-16.9%/+0.1%/+6.0%; 实现归母净利润 251.8/252.4/269.9 亿元 (原值 311.6/324.8/346.4 亿元), 分别同比-20.9%/+0.2%/+6.9%; 当前股价对应 PE 分别为 18/18/17 倍, 维持“买入”评级。

➤ 风险提示:

库存去化进度不及预期, 行业景气度恢复不及预期, 市场竞争加剧, 食品安全事件。

主要财务指标	单位:百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	89175	74148	74214	78635
收入同比 (%)	7.1%	-16.9%	0.1%	6.0%
归属母公司净利润	31853	25181	25239	26992
净利润同比 (%)	5.4%	-20.9%	0.2%	6.9%
毛利率 (%)	77.1%	74.6%	74.2%	74.2%
ROE (%)	23.9%	17.1%	15.9%	15.8%
每股收益 (元)	8.21	6.49	6.50	6.95
P/E	17.07	18.34	18.30	17.11
P/B	4.08	3.14	2.90	2.71
EV/EBITDA	9.81	10.15	9.78	8.69

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 10 月 31 日

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	165783	163980	180837	195147	营业收入	89175	74148	74214	78635
现金	127399	135017	147699	164453	营业成本	20461	18824	19120	20307
应收账款	37	24	37	28	营业税金及附加	13041	11122	11132	11795
其他应收款	47	35	47	40	销售费用	10692	9268	9128	9436
预付账款	145	188	191	203	管理费用	3555	3003	2969	3067
存货	18234	13140	17664	13925	财务费用	-2834	-3044	-3227	-3531
其他流动资产	19921	15576	15198	16498	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	22469	24599	25028	25433	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2082	2082	2082	2082	投资净收益	75	63	63	66
固定资产	7265	7620	7907	8131	营业利润	44200	34925	35006	37430
无形资产	2671	3381	4078	4760	营业外收入	40	45	45	45
其他非流动资产	10451	11516	10961	10459	营业外支出	77	136	136	136
资产总计	188252	188579	205865	220580	利润总额	44163	34834	34915	37339
流动负债	51027	36455	40707	42817	所得税	10970	8604	8624	9223
短期借款	0	0	0	0	净利润	33193	26230	26291	28116
应付账款	9077	6610	9323	7600	少数股东损益	1340	1049	1052	1125
其他流动负债	41950	29845	31384	35217	归属母公司净利润	31853	25181	25239	26992
非流动负债	831	831	831	831	EBITDA	42518	32275	32195	34336
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	8.21	6.49	6.50	6.95
其他非流动负债	831	831	831	831					
负债合计	51857	37286	41538	43648					
少数股东权益	3110	4159	5210	6335					
股本	3882	3882	3882	3882					
资本公积	2683	2683	2683	2683					
留存收益	126721	140571	152552	164032					
归属母公司股东权	133285	147135	159116	170597					
负债和股东权益	188252	188579	205865	220580					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	33940	21578	26890	33211	成长能力				
净利润	33193	26230	26291	28116	营业收入	7.1%	-16.9%	0.1%	6.0%
折旧摊销	1219	456	479	503	营业利润	5.2%	-21.0%	0.2%	6.9%
财务费用	40	14	14	14	归属于母公司净利	5.4%	-20.9%	0.2%	6.9%
投资损失	-75	-63	-63	-66	获利能力				
营运资金变动	541	-5151	78	4553	毛利率 (%)	77.1%	74.6%	74.2%	74.2%
其他经营现金流	31674	31472	26304	23654	净利率 (%)	35.7%	34.0%	34.0%	34.3%
投资活动现金流	-2642	-2614	-936	-932	ROE (%)	23.9%	17.1%	15.9%	15.8%
资本支出	-2656	-2698	-1020	-1020	ROIC (%)	22.6%	15.8%	14.5%	14.3%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	14	84	84	88	资产负债率 (%)	27.5%	19.8%	20.2%	19.8%
筹资活动现金流	-19622	-11345	-13272	-15525	净负债比率 (%)	38.0%	24.6%	25.3%	24.7%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.25	4.50	4.44	4.56
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.88	4.12	4.00	4.22
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.39	0.38	0.37
其他筹资现金流	-19622	-11345	-13272	-15525	应收账款周转率	2229.55	2400.00	2400.00	2400.00
现金净增加额	11676	7618	12683	16753	应付账款周转率	2.28	2.40	2.40	2.40

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 邓欣, 华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士, 双专业学士, 10 余年证券从业经验, 历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券, 曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等, 专注于成长消费领域, 从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人: 郑少轩, 上海财经大学金融学博士, 曾任职于广银理财。

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

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。