

评级变动报告

五 粮 液 000858.SZ



鉴于公司对2025年前三季度财务报表进行大幅追溯下修，我们全面下调了五粮液未来三年及远期的收入与市占率预期，导致公司远期估值中枢同步下移。核心原因如下：

公司2025年收入规模大幅萎缩：公司对2025年前三季度收入大幅下修，导致2025年收入同比下滑近50%，我们判断此次调整并非短期影响，预计对后续年份的盈利预测基数造成较大扰动。

公司护城河稳固程度不及预期：面对白酒行业整体景气下行，2025年公司收入受损规模较大，说明公司产品力护城河对于稳固公司经营的贡献相对不高，低于我们此前预期，后续市场份额被挤压的可能性增大。

白酒行业景气偏弱背景下，公司对2025年财务报表追溯下修后，业绩受损幅度较大，显示公司经营稳定性相对一般，但公司数十年积累的高品牌力与产品力整体仍维持领先。经综合评估，我们对五粮液的DDM估值下调了40.09%，目前公司的估值处于低估状态。

公司基本信息



公司前身为1952年由利川永、长发升等老酒坊组建的国营酒厂，1998年在深交所挂牌上市，总部位于四川省宜宾市。公司主要产品“五粮液酒”是我国浓香型白酒的典型代表，并根据生产工艺特点和市场需求开发了五粮春、五粮醇、五粮特头曲、绵柔尖庄等浓香型白酒产品。公司早期通过大经销商+OEM贴牌快速获取市场，2017年来大力改革，培育打造1618、低度五粮液、经典五粮液等产品，并完善渠道体系。

公司深度评级

所属行业	消费品	成长空间	↑ ★★★★★	DDM估值：价值	5488亿 (较上期-40.09%)
当前股价	83.41元	盈利趋势	★★★★★	状态	低估 (上行空间+70%)
总市值	3237.65亿	产业格局	★★★★★		
PE-TTM	25.69	护城河	★★★★★	动态估值：价值	4934亿 (较上期-40.88%)
PB-MRQ	2.53			状态	低估 (上行空间+52%)

公司盈利预测

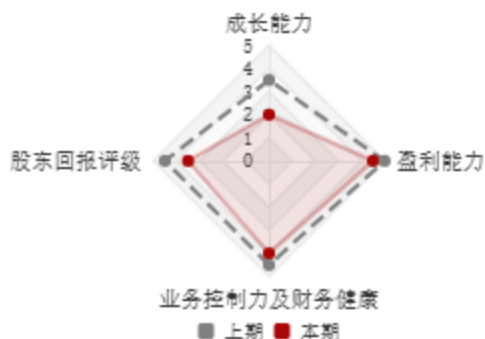
五 粮 液	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	832.7	891.8	405.3	435.1	454.0	485.6	541.5	626.4
归母净利润(亿)	302.1	318.6	89.6	143.3	144.8	153.4	171.6	200.8
归母净利润增速(%)	13.2	5.4	-71.9	60.0	1.0	5.9	11.8	17.0
经营性净利润(亿)	296.0	309.8	72.1	127.1	128.6	136.9	154.2	182.0
经营性净利润增速(%)	12.3	4.7	-76.7	76.3	1.2	6.5	12.6	18.0
经营性归母净利润(亿)	283.7	297.3	69.3	122.1	123.6	131.6	148.2	174.9
经营性归母净利润增速(%)	12.8	4.8	-76.7	76.3	1.2	6.5	12.6	18.0

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力下降1.5星级：上期星级3.5星，本期星级2.0星。

公司历史成长能力星级下降，主要系公司对2025年业绩进行大幅追溯调整，造成2025年业绩降幅较大。

股东回报评级下降1.0星级：上期星级4.5星，本期星级3.5星。

公司股东回报星级下降，主要系公司近期股价回调较多，相对全A超额收益有所下降。

业务控制力及财务健康下降0.5星级：上期星级4.5星，本期星级4.0星。

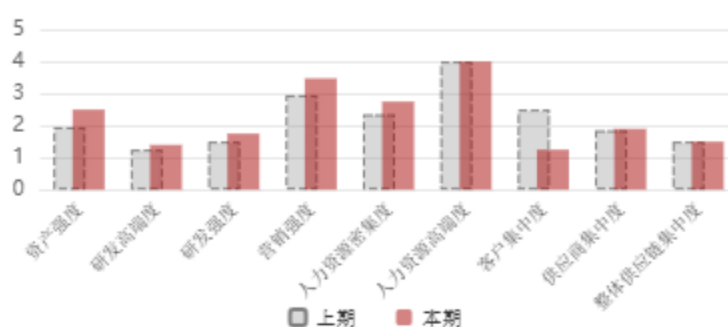
公司历史业务控制力星级下降，主要系公司对2025年业绩进行大幅追溯调整，经营性现金流数据有所恶化。

盈利能力下降0.5星级：上期星级5.0星，本期星级4.5星。

公司历史盈利能力星级有所下降，主要系公司对2025年业绩进行大幅追溯调整，调整后净利率有所下滑。

商业模式评级

商业模式变动情况图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

资产强度提升0.55星：上期星级1.9星，本期星级2.5星。

公司资产强度小幅提升，主要系公司固定资产与在建工程余额占总资产比例小幅提升，从2024年的6.9%升至2025年的7.7%。

营销强度提升0.53星：上期星级3.0星，本期星级3.5星。

公司营销强度小幅提升，主要系公司销售费用率上升，从2024年的12.0%升至2025年的18.8%。

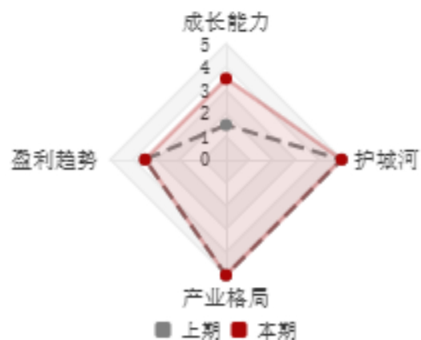
客户集中度下降1.25星：上期星级2.5星，本期星级1.3星。

公司客户集中度较上期下降，主要系公司前五大客户销售额占比下降，由2024年的15.7%下降至2025年的14.6%。

深度评级变动分析

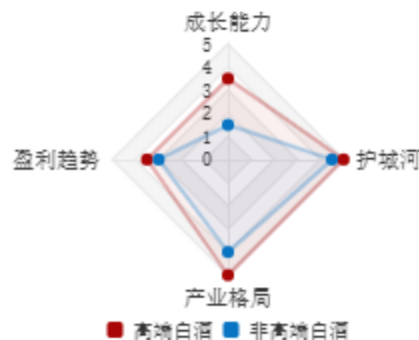
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-02

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-02

成长空间提升2.0星级：上期星级1.5星，本期星级3.5星。

公司成长空间星级有所提升，主要系公司对2025年业绩进行大幅追溯调整，造成2025年业绩低基数与后续业绩增速大幅上升。

估值评级

DDM估值下降-40.09%：上期 9161.33亿，本期 5488.40亿。

公司DDM估值下调，主要是我们对远期公司收入和盈利均进行了下修。

收入方面，我们下调了的对公司远期收入上限的预测。

市占率上限下调：经过评估，我们下调了对公司远期销量及收入上限的预测（收入上限下调20%左右），主要系公司面对行业调整周期，2025年收入规模收缩幅度较大，受冲击程度高于其他龙头酒企，引起市场对公司品牌力护城河的担忧。我们对公司远期市占率从此前15%下调至12%左右，相应收入水平对应下调，调整后公司预计维持白酒行业第二大酒企的地位。

盈利能力方面，我们下调了对公司远期净利率的预测。

需求下降，竞争有所加剧：经过评估，我们认为白酒行业后续销量整体维持较低位置，需求增量有限，同时行业内竞争有所加剧，虽然五粮液龙头地位有望维持，但公司预计投入更多销售费用，用以保障渠道顺利周转，及提升产品价格吸引力。据此，我们对公司远期销售费用率进行小幅上调。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务包括：高端白酒，非高端白酒，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

高端白酒：

收入假设：

1) 销量：浓香型优质白酒生产依赖20年以上窖龄的窖池，以五粮液2024年实际产能约12万吨，2022年优质酒率20%为基础，假设优质酒率每年提升0.5%，新产基酒陈贮期为3年，基酒与商品酒转化率为1:1.3，测算得2025-2035年五粮液酒可供销量年均增长率为4.8%。以此为基础，结合2025年公司库存阶段性增加的情况，假设五粮液酒在未来10年的销量年均增速为8%左右，2035年后之后销量停止增长。

2) 吨价：五粮液酒长期具备提价能力，综合考虑当前宏观经济转型，以及白酒行业下行周期，假设未来2年五粮液酒吨价增速停止下行；后续伴随宏观经济企稳回升，白酒行业景气回暖，假设2025-2035年五粮液酒吨价年均增速介于3%与4%之间，后续逐步恢复至2%左右年均增速（参考美联储长期通胀目标2%）。

盈利能力假设：

1) 毛利率：白酒行业弱景气下，假设未来3年五粮液酒毛利率下降至87%左右，后续毛利率随经济环境企稳逐渐回升，年均增幅在1%以内。长期维度，整体毛利率较2025年水平小幅下行。

2) 费用率：销售费用率随收入规模增长逐步摊薄下行，未来10年降至15%左右水平，其余费用率遵循近年变化规律。

非高端白酒：

收入假设：

1) 销量：公司其他酒受窖池窖龄制约较小，产能扩张节奏较快，整体销量增速以下游需求为导向。在白酒销量整体低速下行，份额向名优酒企集中，公司其他酒具备一定竞争优势，叠加公司增加对其他酒的支持力度，假设其他酒10年维度内销量年均中低个位数增长，2034年后销量停止增长。

2) 吨价：公司其他酒产品近年面临宏观压力，预计中低端产品放量较多，带动吨价下行，后续随宏观经济及消费情况企稳并回升，假设2025-2035年其他液酒吨价年均增速在3%左右，后续逐步恢复至2%左右年均增速。

盈利能力假设：

毛利率：白酒行业弱景气下，假设未来3年其他酒产品结构下沉，毛利率下降至63%左右，后续毛利率随经济环境企稳逐渐回升，整体增幅在1%以内。长期维度，整体毛利率较2025年小幅下滑。

公司整体业绩预测

五 粮 液	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	832.7	891.8	405.3	435.1	454.0	485.6	541.5	626.4
归母净利润(亿)	302.1	318.6	89.6	143.3	144.8	153.4	171.6	200.8
归母净利润增速(%)	13.2	5.4	-71.9	60.0	1.0	5.9	11.8	17.0
经营性净利润(亿)	296.0	309.8	72.1	127.1	128.6	136.9	154.2	182.0
经营性净利润增速(%)	12.3	4.7	-76.7	76.3	1.2	6.5	12.6	18.0
经营性归母净利润(亿)	283.7	297.3	69.3	122.1	123.6	131.6	148.2	174.9
经营性归母净利润增速(%)	12.8	4.8	-76.7	76.3	1.2	6.5	12.6	18.0

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

高端白酒	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	628.0	678.8	279.4	289.1	303.6	328.3	375.9	446.5
收入增速(%)	13.5	8.1	-58.8	3.5	5.0	8.1	14.5	18.8
经营性净利润(亿)	255.2	266.3	57.4	98.2	99.9	107.1	122.6	147.0
经营性净利率(%)	40.6	39.2	20.5	33.9	32.9	32.6	32.6	32.9
经营性净利润增速(%)	12.8	4.4	-78.5	71.1	1.8	7.2	14.5	19.8
非高端白酒	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	136.4	152.5	91.7	110.7	114.0	119.8	127.1	140.1
收入增速(%)	11.6	11.8	-39.9	20.8	3.0	5.1	6.1	10.3
经营性净利润(亿)	38.5	41.8	13.9	27.5	27.2	28.3	30.1	33.5
经营性净利率(%)	28.2	27.4	15.2	24.9	23.9	23.6	23.7	23.9
经营性净利润增速(%)	9.9	8.6	-66.7	98.0	-1.1	4.1	6.1	11.3
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	68.2	60.5	34.2	35.3	36.3	37.4	38.5	39.7
收入增速(%)	6.5	-11.4	-43.4	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	2.3	1.7	0.8	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
经营性净利率(%)	3.4	2.8	2.3	4.0	3.9	3.8	3.8	3.9
经营性净利润增速(%)	3.9	-26.9	-52.5	74.5	0.3	2.1	3.1	3.4

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
高端白酒	13.8%	中高	非常好	强	7.0%	26.62	145.0
非高端白酒	5.0%	中低	较好	强	7.5%	16.5	33.2
其他业务	3.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	1.5
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
高端白酒(亿)	428.3	2943.9	3372.2	959.8	173.3	18.9	4177.6
非高端白酒(亿)	110.2	410.0	520.2	232.5	30.1	3.3	725.9
其他业务(亿)	4.6	13.9	18.5	13.4	1.2	0.1	30.8
公司整体测算(亿)	543.1	3367.7	3910.8	1205.8	204.6	22.3	4934.3

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
高端白酒(亿)	1637.3	2212.5	3849.8	959.8	174.9	18.9	4653.7
非高端白酒(亿)	309.1	285.5	594.7	232.5	30.2	3.3	800.3
其他业务(亿)	11.1	11.0	22.1	13.4	1.2	0.1	34.5
公司整体测算(亿)	1957.6	2509.1	4466.6	1205.8	206.3	22.3	5488.4

数据来源：壹评级

估值确定性



公司估值确定性较高，主要系公司业务整体处于成熟期，产业格局与护城河持续性情况相对稳定，关键行业信息的可得性与可跟踪性较高，加之公司信息与数据披露颗粒度较细等。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。