



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	135.85
总股本/流通股本(亿股)	14.72 / 14.69
总市值/流通市值(亿元)	2,000 / 1,996
52周内最高/最低价	159.00 / 100.02
资产负债率(%)	30.5%
市盈率	14.80
第一大股东	泸州老窖集团有限责任公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 张子健
SAC 登记编号: S1340524050001
Email: zhangzijian@cnpsec.com

泸州老窖(000568)

主动释放压力，放眼长期

● 投资要点

公司发布 2025 年中报，实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 164.54/76.63/76.5 亿元，同比-2.67%/-4.54%/-4.3%。25H1，公司毛利率/归母净利率为 87.09%/46.57%，分别同比-1.48/-0.91pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 9.23%/2.6%/0.51%，分别同比 0.38/+0.07pct。25H1 销售收现 179.50 亿元，同比-10.97%，经现净额 60.64 亿元，同比-26.27%。单二季度销售收现 80.83 亿元，同比-15.11%，经现净额 27.57 亿元，同比-28.69%。25H1 末合同负债（预收款）35.29 亿元，同比增加 11.88 亿元、环比增加 4.64 亿元（去年同口径环比减少 1.93 亿元）。25H1 公司毛利率承压，主因产品结构承压，中高档酒和其他酒吨价均有不同程度下滑。公司合同负债表现优异，估计主因公司凭借强渠道力抢先回款，保证自身的渠道份额。我们估计 25H1 国窖保持平稳，公司以稳定价格为先，低度表现优于高度；估计 25H1 价格带受市场影响更小的腰部产品增速更快。

公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 71.02/30.7/30.55 亿元，同比-7.97%/-11.1%/-11.24%。25Q2，公司毛利率/归母净利率为 87.86%/43.23%，分别同比-0.95/-1.52pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 10.58%/3.31%/0.72%，分别同比-1.2/-0.27/0.14pct。

分产品看，25H1 中高档酒/其他酒实现营收 150.48/13.50 亿元，同比-1.09%/-16.69%；销量分别为 2.41/2.48 万吨，同比 13.33%/-6.89%；吨价分别为 62.39/5.44 万元，同比-12.72%/-10.82%。

渠道端来看，随着区县和部分村镇消费需求增加，新生代消费者品牌意识提升，公司下半年将继续加强市场精耕深耕，系统推进县级以下市场的消费者培育，实现渠道下沉。同时公司全面落地数智营销，进一步提升费效比；通过自建电商平台、深化与主流电商及即时零售平台的合作，积极构建线上线下融合的全渠道营销网络，强化对终端和消费者的直接触达能力。产品端来看，面对当前低度化、健康化、利口化、多元化等产品需求，主动创新求变，加快全新品饮方式的开发与推广，研发 28 度国窖 1573，适时投入市场。因应消费分化趋势，公司将资源向中高端大众主流产品倾斜，积极布局高增长的光瓶酒赛道，拟推出全新的泸州老窖二曲产品，持续巩固大众市场定位。

● 盈利预测与投资评级

二季度国窖批价表现平稳，公司着眼于产品长期的竞争力。近期渠道跟踪反馈动销和之前受影响的白酒消费场景在逐步恢复，展望下半年，低基数下公司业绩同比情况有望环比改善。预计公司 2025-2027 年实现营收 299.51/312.54/338.63 亿元，同比-3.99%/4.35%/8.35%；

实现归母净利润 124.05/130.67/144.63 亿元，同比增长 -7.93%/5.33%/10.69%，对应 EPS 为 8.43/8.88/9.83 元，对应当前股价 PE 为 16/15/14 倍，公司 25 年预期股息率达到 4.34%，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

食品安全风险；市场竞争加剧风险；需求复苏不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	31196	29951	31254	33863
增长率(%)	3.19	-3.99	4.35	8.35
EBITDA（百万元）	18490.44	18375.08	19451.31	21521.41
归属母公司净利润（百万元）	13472.99	12404.79	13066.57	14463.18
增长率(%)	1.71	-7.93	5.33	10.69
EPS(元/股)	9.15	8.43	8.88	9.83
市盈率（P/E）	14.84	16.12	15.30	13.83
市净率（P/B）	4.22	3.83	3.50	3.19
EV/EBITDA	8.55	9.38	8.60	7.50

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	31196	29951	31254	33863	营业收入	3.2%	-4.0%	4.4%	8.3%
营业成本	3888	3888	3892	3818	营业利润	2.0%	-8.4%	5.3%	10.7%
税金及附加	4754	4343	4469	4809	归属于母公司净利润	1.7%	-7.9%	5.3%	10.7%
销售费用	3538	3325	3438	3691	获利能力				
管理费用	1101	937	947	992	毛利率	87.5%	87.0%	87.5%	88.7%
研发费用	261	240	250	271	净利率	43.3%	41.5%	41.9%	42.8%
财务费用	-489	700	850	1000	ROE	28.4%	23.8%	22.9%	23.1%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	46.4%	60.9%	55.9%	62.5%
营业利润	18207	16677	17566	19440	偿债能力				
营业外收入	24	29	29	29	资产负债率	30.5%	25.7%	23.2%	20.7%
营业外支出	26	39	39	39	流动比率	3.56	4.31	4.62	4.96
利润总额	18205	16667	17556	19430	营运能力				
所得税	4708	4227	4453	4928	应收账款周转率	17.21	6.85	6.85	6.85
净利润	13498	12440	13103	14502	存货周转率	0.29	0.31	0.31	0.31
归母净利润	13473	12405	13067	14463	总资产周转率	0.46	0.43	0.42	0.43
每股收益(元)	9.15	8.43	8.88	9.83	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	9.15	8.43	8.88	9.83
货币资金	33578	34210	38576	43591	每股净资产	32.19	35.42	38.83	42.59
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1813	4371	4561	4941	PE	14.84	16.12	15.30	13.83
预付款项	124	152	158	172	PB	4.22	3.83	3.50	3.19
存货	13393	12507	12521	12283	现金流量表				
流动资产合计	50856	53151	57737	62927	净利润	13498	12330	12993	14392
固定资产	9161	8549	8019	7543	折旧和摊销	774	1008	1046	1091
在建工程	807	1233	1438	1444	营运资本变动	4498	-3608	-49	-1
无形资产	3418	3304	3190	3076	其他	403	735	885	1035
非流动资产合计	17478	17276	16937	16453	经营活动现金流净额	19172	10465	14875	16518
资产总计	68335	70427	74674	79380	资本开支	-1114	-700	-600	-500
短期借款	0	0	0	0	其他	-269	-32	-32	-32
应付票据及应付账款	1844	2368	2370	2325	投资活动现金流净额	-1383	-732	-632	-532
其他流动负债	12433	9964	10132	10351	股权融资	180	0	0	0
流动负债合计	14277	12332	12503	12676	债务融资	-5217	-751	-969	-1051
其他	6549	5798	4829	3778	其他	-5292	-8350	-8908	-9919
非流动负债合计	6549	5798	4829	3778	筹资活动现金流净额	-10329	-9101	-9878	-10970
负债合计	20827	18130	17332	16454	现金及现金等价物净增加额	7465	632	4365	5016
股本	1472	1472	1472	1472					
资本公积金	5366	5366	5366	5366					
未分配利润	40551	45306	50314	55858					
少数股东权益	120	154	191	230					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	47508	52298	57343	62925					
负债和所有者权益总计	68335	70427	74674	79380					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048