



泸州老窖 (000568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

产品轮动支撑经营韧性，灵活创新布局细分赛道

业绩简评

2025 年 8 月 29 日，公司披露 2025 年半年报：25H1 实现营收 164.5 亿元，同比-2.7%；归母净利 76.6 亿元，同比-4.5%。其中 25Q2 实现营收 71.0 亿元，同比-8.0%；归母净利 30.7 亿元，同比-11.1%。

经营分析

分产品拆分来看：25H1 中高档酒/普通酒分别实现营收 150.5/13.5 亿元，同比-1.1%/-17.0%，其中销量分别同比+13.3%/-6.9%，吨价分别-12.7%/-10.8%至 62.4/5.4 万元/吨，毛利率分别-1.2pct/-10.6pct 至 91.0%/44.3%，预计中高档酒内部产品结构略有回落，腰部产品在当下消费环境下表现相对占优。

报表质量层面：1) 25Q2 公司归母净利率同比-1.5pct 至 43.2%，其中毛利率-1.0pct 至 87.9%，销售费用率-1.2pct (25H1 广宣费同比-20%，促销费同比+11%)，财务费用率-1.2pct (期内利息费用明显减少)，营业税金及附加占比+3.7pct。2) 25Q2 末合同负债余额 35.3 亿元，环比+4.6 亿元，考虑合同负债环比变量后 25Q2 营收+0.6%；25Q2 销售收现 80.8 亿元，同比-15.1%，25Q2 末应收款项融资余额环比小幅提升。

25H2 营销端公司规划系统推进县级以下市场消费者培育，产品端适时投入 28 度国窖 1573，并适应消费分化趋势、将资源向中高端大众主流产品倾斜，这也体现了公司较为完备产品架构的优势、轮动发展强化公司经营韧性。泛全国化潜力充足、中长期弹性可观。

盈利预测、估值与评级

我们预计 25-27 年收入分别-5.1%/+7.8%/+11.6%；归母净利分别-8.3%/+9.9%/+14.3%，对应归母净利分别 123.5/135.8/155.1 亿元；EPS 为 8.39/9.22/10.54 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 16.3/14.9/13.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；全国化外拓不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：137.19 元

相关报告：

- 《泸州老窖公司点评：业绩兑现符合预期，分红规划超预期》，2025.4.28
- 《泸州老窖公司点评：Q3 业绩符合预期，经营扎实韧性强》，2024.10.31
- 《泸州老窖公司点评：税负扰动利润，挖掘市场拓展增量》，2024.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,233	31,196	29,594	31,891	35,605
营业收入增长率	20.3%	3.2%	-5.1%	7.8%	11.6%
归母净利润(百万元)	13,246	13,473	12,354	13,575	15,514
归母净利润增长率	27.8%	1.7%	-8.3%	9.9%	14.3%
摊薄每股收益(元)	9.00	9.15	8.39	9.22	10.54
每股经营性现金流净额	7.23	13.03	8.45	9.26	10.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	32.0%	28.4%	24.1%	24.8%	26.5%
P/E	19.9	13.7	16.3	14.9	13.0
P/B	6.4	3.9	3.9	3.7	3.5

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	25,124	30,233	31,196	29,594	31,891	35,605
增长率		20.3%	3.2%	-5.1%	7.8%	11.6%
主营业务成本	-3,370	-3,537	-3,888	-4,150	-4,308	-4,558
%销售收入	13.4%	11.7%	12.5%	14.0%	13.5%	12.8%
毛利	21,754	26,696	27,308	25,444	27,583	31,047
%销售收入	86.6%	88.3%	87.5%	86.0%	86.5%	87.2%
营业税金及附加	-3,524	-4,133	-4,754	-4,717	-5,083	-5,657
%销售收入	14.0%	13.7%	15.2%	15.9%	15.9%	15.9%
销售费用	-3,449	-3,974	-3,538	-3,338	-3,488	-3,738
%销售收入	13.7%	13.1%	11.3%	11.3%	10.9%	10.5%
管理费用	-1,162	-1,139	-1,101	-1,021	-1,051	-1,131
%销售收入	4.6%	3.8%	3.5%	3.4%	3.3%	3.2%
研发费用	-206	-226	-261	-248	-267	-298
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	13,413	17,223	17,654	16,121	17,694	20,223
%销售收入	53.4%	57.0%	56.6%	54.5%	55.5%	56.8%
财务费用	286	371	489	508	555	607
%销售收入	-1.1%	-1.2%	-1.6%	-1.7%	-1.7%	-1.7%
资产减值损失	-1	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	-12	63	28	0	0	0
投资收益	105	85	-10	0	0	0
%税前利润	0.8%	0.5%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	13,847	17,842	18,207	16,664	18,285	20,865
营业利润率	55.1%	59.0%	58.4%	56.3%	57.3%	58.6%
营业外收支	8	-36	-2	0	0	0
税前利润	13,855	17,806	18,205	16,664	18,285	20,865
利润率	55.1%	58.9%	58.4%	56.3%	57.3%	58.6%
所得税	-3,444	-4,517	-4,708	-4,284	-4,682	-5,322
所得税率	24.9%	25.4%	25.9%	25.7%	25.6%	25.5%
净利润	10,411	13,289	13,498	12,380	13,602	15,543
少数股东损益	45	42	25	26	27	29
归属于母公司的净利润	10,365	13,246	13,473	12,354	13,575	15,514
净利率	41.3%	43.8%	43.2%	41.7%	42.6%	43.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	10,411	13,289	13,498	12,380	13,602	15,543
少数股东损益	45	42	25	26	27	29
非现金支出	645	677	782	780	844	912
非经营收益	34	528	404	123	31	-11
营运资金变动	-2,827	-3,844	4,498	-842	-844	-509
经营活动现金净流	8,263	10,648	19,182	12,441	13,633	15,935
资本开支	-969	-1,432	-1,177	-1,170	-1,167	-1,218
投资	-952	107	-281	-35	0	0
其他	47	57	75	0	0	0
投资活动现金净流	-1,874	-1,268	-1,383	-1,206	-1,167	-1,218
股权募资	670	10	0	0	0	0
债权募资	2,200	5,325	-2,025	-5,328	-4,228	0
其他	-4,949	-6,554	-8,304	-8,636	-10,223	-11,637
筹资活动现金净流	-2,078	-1,218	-10,329	-13,964	-14,451	-11,637
现金净流量	4,326	8,164	7,475	-2,729	-1,985	3,080

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,758	25,952	33,578	30,847	28,861	31,940
应收款项	4,613	5,978	1,826	1,806	1,946	2,173
存货	9,841	11,622	13,393	15,349	16,760	18,232
其他流动资产	1,341	1,806	2,059	2,109	2,116	2,127
流动资产	33,552	45,358	50,856	50,112	49,683	54,471
%总资产	65.3%	71.7%	74.4%	73.7%	73.1%	74.6%
长期投资	3,843	3,149	3,259	3,294	3,294	3,294
固定资产	9,665	10,332	9,939	10,208	10,463	10,701
%总资产	18.8%	16.3%	14.5%	15.0%	15.4%	14.6%
无形资产	3,084	3,399	3,420	3,523	3,575	3,626
非流动资产	17,834	17,936	17,478	17,925	18,266	18,591
%总资产	34.7%	28.3%	25.6%	26.3%	26.9%	25.4%
资产总计	51,385	63,294	68,335	68,038	67,949	73,062
短期借款	82	79	3,277	1,499	0	0
应付款项	3,514	3,508	2,718	3,211	3,218	3,290
其他流动负债	7,056	6,484	8,282	8,934	9,641	10,769
流动负债	10,652	10,071	14,277	13,645	12,859	14,059
长期贷款	3,180	10,000	6,280	2,729	0	0
其他长期负债	3,225	1,692	270	276	281	287
负债	17,057	21,763	20,827	16,650	13,140	14,346
普通股股东权益	34,208	41,391	47,389	51,242	54,636	58,515
其中：股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
未分配利润	26,772	33,816	39,340	43,194	46,588	50,467
少数股东权益	121	140	120	146	173	202
负债股东权益合计	51,385	63,294	68,335	68,038	67,949	73,062

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	7.042	8.999	9.153	8.393	9.222	10.540
每股净资产	23.241	28.119	32.194	34.813	37.118	39.753
每股经营现金净流	5.614	7.234	13.032	8.452	9.262	10.826
每股股利	4.225	5.400	5.950	5.775	6.917	7.905
回报率						
净资产收益率	30.30%	32.00%	28.43%	24.11%	24.85%	26.51%
总资产收益率	20.17%	20.93%	19.72%	18.16%	19.98%	21.23%
投入资本收益率	24.73%	24.14%	22.87%	21.47%	23.94%	25.58%
增长率						
主营业务收入增长率	21.71%	20.34%	3.19%	-5.14%	7.76%	11.65%
EBIT 增长率	33.70%	28.41%	2.50%	-8.69%	9.76%	14.29%
净利润增长率	30.29%	27.79%	1.71%	-8.31%	9.88%	14.29%
总资产增长率	18.92%	23.18%	7.96%	-0.43%	-0.13%	7.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	927.2	1,107.4	1,174.1	1,350.0	1,420.0	1,460.0
应付账款周转天数	256.3	240.9	197.2	190.0	180.0	170.0
固定资产周转天数	128.7	104.0	106.8	113.5	105.9	95.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.63%	-38.05%	-54.13%	-55.10%	-55.75%	-57.28%
EBIT 利息保障倍数	-46.8	-46.4	-36.1	-31.7	-31.9	-33.3
资产负债率	33.19%	34.38%	30.48%	24.47%	19.34%	19.64%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	13	27	32	102
增持	0	1	1	3	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.07	1.04	1.09	1.03

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-29	买入	228.29	N/A
2	2023-10-30	买入	208.96	N/A
3	2024-04-27	买入	186.42	N/A
4	2024-08-31	买入	119.28	N/A
5	2024-10-31	买入	136.81	N/A
6	2025-04-28	买入	125.36	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究