

泸州老窖 (000568.SZ)

强烈推荐 (维持)

经营韧性体现，结构有所下移

公司发布 25 年半年报，25H1 年实现收入/归母净利润 164.5/76.6 亿，同比 -2.7%/-4.5%，其中 25Q2 收入/归母净利润同比 -8.0%/-11.1% 至 71.0/30.7 亿，符合预期、经营韧性体现。产品结构下移，中高档酒量增价减。毛利率下行，费用率收缩，税率提升致使净利率下降。

□ 25Q2 收入/净利润 -8%/-11% 符合预期，经营韧性体现。25H1 年实现收入/归母净利润 164.5/76.6 亿，同比 -2.7%/-4.5%，其中 25Q2 收入/归母净利润同比 -8.0%/-11.1% 至 71.0/30.7 亿，符合预期、经营韧性体现。25Q2 销售收现同比 -15.1% 至 80.8 亿，Q2 末合同负债 35.3 亿（同比 +50.7%），环比 Q1 增加 4.6 亿。24Q2 经营性现金流同比 -6.6% 至 38.7 亿，24H1 经营性现金流同比 +45.6% 至 82.3 亿。应付款项融资 14.1 亿，同比 -65.5%，公司余粮增加、票据打款收紧。

□ 产品结构下移，中高档酒量增价减。25H1 年公司中高档酒/其他酒类同比 -1.1%/-17.0% 至 150.5/13.5 亿。其中中高档酒类量/价同比 +13%/-13%，主要系国窖受需求冲击较大、腰部产品增势延续导致产品结构下移。其他酒类 25H1 年量/价同比 -7%/-11%。

□ 毛利率下行，费用率收缩，税率提升致使净利率下降。公司 25H1/25Q2 毛利率 -1.5/-1.0pct 至 87.1%/87.9%，中高档酒/其他酒类毛利率分别 -1.2/-10.6pcts 至 91.0%/44.3%。25H1/Q2 主营税金率分别 +1.2/+3.7pcts 至 13.3%/15.4%，推测系生产及税金支付节奏影响。25H1/Q2 销售费用率分别 -0.4/-1.2pct 至 9.2%/10.6%，广告宣传费投入减少、数字化营销落地持续带动费用率下行。25H1/Q2 管理费用率分别 -0.4/-0.3pcts 至 2.6%/3.3%。毛销差稳定，税率提升导致公司 25Q2 净利率 -1.7pct 至 43.3%。

□ 投资建议：调整期韧性体现，关注三季度后改善。得益于公司 2024 年的率先调整，当下渠道包袱整体可控，公司 Q2 受到需求冲击，但业绩仍具有韧性。分产品看，高度国窖承压较大，公司坚持价格优先，维护品牌力；低度国窖及系列酒动销相对稳健，通过产品结构下移来缓解需求冲击。后续关注 28、16 度产品上市后消费带动群体的扩张。我们认为，三季度是公司经营低点，后续有望逐步改善，我们下调 25-27 年 EPS 至 8.28 元、8.79 元、9.34 元，对应 25 年 16.6 倍 PE，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：行业需求下行、高端竞品压制、中低档酒竞争激烈等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	30233	31196	28678	30093	31579
同比增长	20%	3%	-8%	5%	5%
营业利润(百万元)	17842	18207	16463	17482	18578
同比增长	29%	2%	-10%	6%	6%
归母净利润(百万元)	13246	13473	12182	12936	13747
同比增长	28%	2%	-10%	6%	6%
每股收益(元)	9.00	9.15	8.28	8.79	9.34
PE	15.2	15.0	16.6	15.6	14.7
PB	4.9	4.3	4.0	3.7	3.4

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/食品饮料

目标估值：

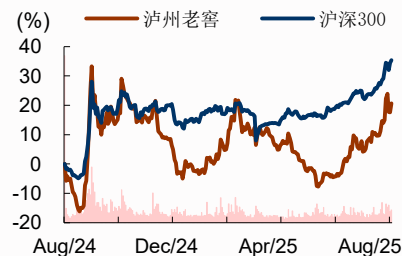
当前股价：137.19 元

基础数据

总股本(百万股)	1472
已上市流通股(百万股)	1469
总市值(十亿元)	201.9
流通市值(十亿元)	201.6
每股净资产(MRQ)	31.6
ROE(TTM)	28.2
资产负债率	33.5%
主要股东	泸州老窖集团有限责任公司
主要股东持股比例	25.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	9	18
相对表现	3	-6	-18



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《泸州老窖 (000568) — 清醒务实，积极拥抱消费新趋势》2025-06-29
- 2、《泸州老窖 (000568) — 报表压力释放，分红略超预期》2025-04-28
- 3、《泸州老窖 (000568) — 良性发展为基，环比降速明显》2024-10-31

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

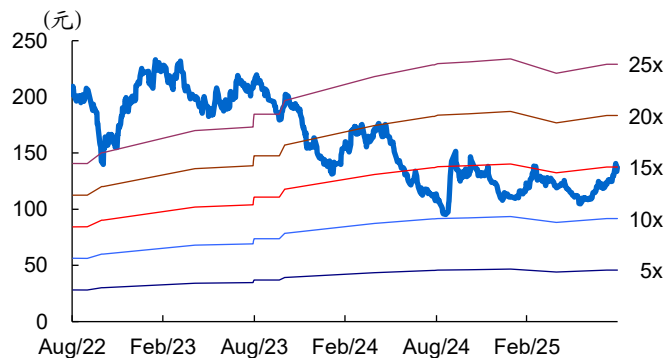
✉ liucheng5@cmschina.com.cn

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	7350	8291	9188	7716	7399	6893	9352	7102	30233	31196
二、营业总成本	2712	4692	3126	2934	2655	4337	3220	2853	12638	13052
其中: 营业成本	834	1003	1068	864	879	1077	1262	862	3537	3888
营业税金及附加	690	1849	1143	900	695	2016	1090	1093	4133	4754
营业费用	943	1568	721	909	870	1038	767	752	3974	3538
管理费用	303	297	229	276	262	334	193	235	1139	1101
研发费用	65	98	30	45	68	118	32	51	226	261
财务费用	-123	-122	-65	-59	-118	-246	-125	-139	-371	-489
资产减值损失	-1	0	0	-1	0	0	1	-1	-1	-2
三、其他经营收益	7	99	49	22	29	-38	23	39	247	62
其它收益	13	18	8	13	6	16	19	8	54	44
公允价值变动收益	9	21	23	10	-3	-3	4	19	63	28
投资收益	-15	15	19	-3	26	-51	0	12	85	-10
四、营业利润	4645	3698	6112	4804	4773	2518	6155	4287	17842	18207
加: 营业外收入	15	7	6	3	4	11	1	6	36	24
减: 营业外支出	2	64	1	7	14	4	27	12	72	26
五、利润总额	4658	3641	6117	4800	4763	2525	6130	4281	17806	18205
减: 所得税	1179	953	1538	1332	1202	635	1518	1209	4517	4708
六、净利润	3480	2687	4578	3468	3561	1890	4612	3072	13289	13498
减: 少数股东损益	4	7	4	14	-4	10	19	2	42	25
七、归属母公司所有者净利润	3476	2680	4574	3454	3566	1880	4593	3070	13246	13473
EPS	2.36	1.82	3.11	2.35	2.42	1.28	3.12	2.09	9.00	9.15
主要比率										
毛利率	88.6%	87.9%	88.4%	88.8%	88.1%	84.4%	86.5%	87.9%	88.3%	87.5%
主营税金率	9.4%	22.3%	12.4%	11.7%	9.4%	29.2%	11.7%	15.4%	13.7%	15.2%
营业费率	12.8%	18.9%	7.8%	11.8%	11.8%	15.1%	8.2%	10.6%	13.1%	11.3%
管理费	4.1%	3.6%	2.5%	3.6%	3.5%	4.8%	2.1%	3.3%	3.8%	3.5%
营业利润率	63.2%	44.6%	66.5%	62.3%	64.5%	36.5%	65.8%	60.4%	59.0%	58.4%
实际税率	25.3%	26.2%	25.1%	27.8%	25.2%	25.1%	24.8%	28.2%	25.4%	25.9%
净利率	47.3%	32.3%	49.8%	44.8%	48.2%	27.3%	49.1%	43.2%	43.8%	43.2%
同比增长率										
收入增长率	25.4%	9.1%	20.7%	10.5%	0.7%	-16.9%	1.8%	-8.0%	20%	3.2%
营业利润增长率	29.0%	28.3%	24.1%	5.0%	2.8%	-31.9%	0.7%	-10.8%	29%	2.0%
净利润增长率	29.4%	24.8%	23.2%	2.2%	2.6%	-29.9%	0.4%	-11.1%	28%	1.7%

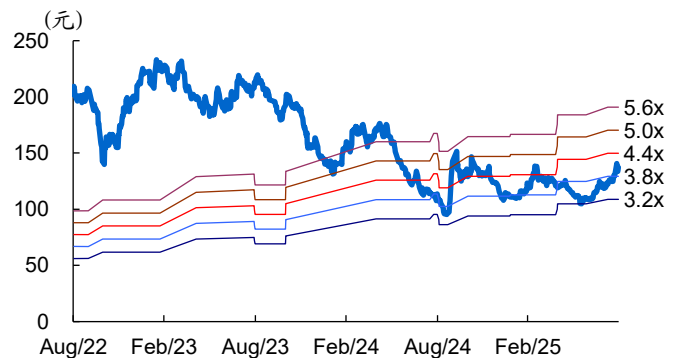
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 泸州老窖历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 泸州老窖历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《泸州老窖（000568）—清醒务实，积极拥抱消费新趋势》2025-06-29
- 2、《泸州老窖（000568）—报表压力释放，分红略超预期》2025-04-28
- 3、《泸州老窖（000568）—良性发展为基，环比降速明显》2024-10-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	45358	50856	51314	55791	59911
现金	25952	33578	33296	37302	40943
交易性投资	1427	1694	1694	1694	1694
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	17	11	10	11	11
其它应收款	23	13	12	13	13
存货	11622	13393	14291	14665	15043
其他	6317	2167	2010	2106	2207
非流动资产	17936	17478	17614	17745	17873
长期股权投资	2708	2801	2801	2801	2801
固定资产	8613	9132	9609	10049	10454
无形资产商誉	3398	3418	3076	2768	2492
其他	3217	2127	2127	2127	2126
资产总计	63294	68335	68927	73536	77785
流动负债	10071	14277	11424	11600	11778
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2357	1844	1968	2020	2072
预收账款	2673	3978	4245	4356	4468
其他	5041	8454	5211	5224	5238
长期负债	11692	6549	6549	6549	6549
长期借款	10000	6280	6280	6280	6280
其他	1692	270	270	270	270
负债合计	21763	20827	17973	18149	18327
股本	1472	1472	1472	1472	1472
资本公积金	4569	5020	5020	5020	5020
留存收益	35351	40896	44320	48729	52774
少数股东权益	140	120	142	166	191
归属于母公司所有者权益	41391	47389	50812	55221	59266
负债及权益合计	63294	68335	68927	73536	77785

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10648	19182	12290	12971	13681
净利润	13289	13498	12204	12960	13773
折旧摊销	668	774	1064	1067	1071
财务费用	324	302	(600)	(700)	(800)
投资收益	(85)	(148)	(61)	(61)	(61)
营运资金变动	(3944)	4491	(317)	(295)	(302)
其它	398	266	0	0	0
投资活动现金流	(1268)	(1383)	(1138)	(1138)	(1138)
资本支出	(1502)	(1188)	(1199)	(1199)	(1199)
其他投资	234	(194)	61	61	61
筹资活动现金流	(1218)	(10329)	(11435)	(7827)	(8902)
借款变动	5732	117	(3277)	0	0
普通股增加	0	(0)	0	0	0
资本公积增加	408	451	0	0	0
股利分配	(6219)	(9948)	(8758)	(8527)	(9702)
其他	(1139)	(949)	600	700	800
现金净增加额	8162	7470	(282)	4006	3641

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30233	31196	28678	30093	31579
营业成本	3537	3888	4149	4257	4367
营业税金及附加	4133	4754	4188	4395	4612
营业费用	3974	3538	3160	3243	3383
管理费用	1139	1101	1140	1226	1236
研发费用	226	261	240	252	264
财务费用	(371)	(489)	(600)	(700)	(800)
资产减值损失	46	3	0	0	0
公允价值变动收益	63	28	28	28	28
其他收益	54	44	44	44	44
投资收益	85	(10)	(10)	(10)	(10)
营业利润	17842	18207	16463	17482	18578
营业外收入	36	24	24	24	24
营业外支出	72	26	26	26	26
利润总额	17806	18205	16461	17480	18576
所得税	4517	4708	4257	4520	4803
少数股东损益	42	25	22	24	25
归属于母公司净利润	13246	13473	12182	12936	13747

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	20%	3%	-8%	5%	5%
营业利润	29%	2%	-10%	6%	6%
归母净利润	28%	2%	-10%	6%	6%
获利能力					
毛利率	88.3%	87.5%	85.5%	85.9%	86.2%
净利率	43.8%	43.2%	42.5%	43.0%	43.5%
ROE	35.0%	30.4%	24.8%	24.4%	24.0%
ROIC	29.2%	24.2%	20.6%	20.9%	20.7%
偿债能力					
资产负债率	34.4%	30.5%	26.1%	24.7%	23.6%
净负债比率	15.9%	14.0%	9.1%	8.5%	8.1%
流动比率	4.5	3.6	4.5	4.8	5.1
速动比率	3.3	2.6	3.2	3.5	3.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2584.0	2190.0	2711.0	2898.0	2898.0
应付账款周转率	1.5	1.9	2.2	2.1	2.1
每股资料(元)					
EPS	9.00	9.15	8.28	8.79	9.34
每股经营净现金	7.23	13.03	8.35	8.81	9.29
每股净资产	28.12	32.19	34.52	37.52	40.26
每股股利	5.40	5.95	5.79	6.59	7.00
估值比率					
PE	15.2	15.0	16.6	15.6	14.7
PB	4.9	4.3	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA	10.3	10.2	11.0	10.5	9.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。