

泸州老窖 (000568)

2025 年中报点评：强基固本，蓄势攻坚

买入（维持）

2025 年 08 月 31 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

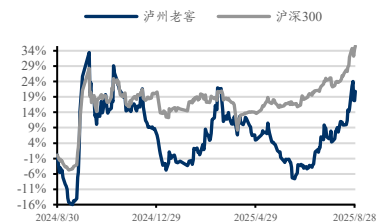
suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	30,233	31,196	28,692	29,961	33,261
同比（%）	20.34	3.19	(8.03)	4.43	11.01
归母净利润（百万元）	13,246	13,473	12,202	12,734	14,063
同比（%）	27.79	1.71	(9.43)	4.36	10.43
EPS-最新摊薄（元/股）	9.00	9.15	8.29	8.65	9.55
P/E（现价&最新摊薄）	15.24	14.99	16.55	15.86	14.36

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年半年报。25H1 实现营收 164.5 亿元，同比-2.7%；实现归母净利 76.6 亿元，同比-4.5%。对应 25Q2 实现营收 71.0 亿元，同比-8.0%；实现归母净利 30.7 亿元，同比-11.1%。
- **25Q2 国窖降速，中档酒收入表现平稳。**2025 年公司围绕“蓄势攻坚，精耕细作稳增长；顺势而为，改革创新谋发展”的发展主题，深入实施“百城计划”“华东战略 2.0”及“终端大基建”等专项行动。分产品看，①25H1 中高档酒收入同比-1.1%，量/价分别同比+13.3%、-12.7%。估算国窖同比中单下滑，主系 5 月以来消费场景受到较大冲击。泸系中档酒整体保持个位数增长，其中特曲 60、老字号特曲同比增长，窖龄同比下滑（河北市场短期偏饱和）。②25H1 其他酒收入同比-17.0%，量/价分别同比-6.9%、-10.8%，其中头曲光瓶同比基本持平，二曲仍在做产品更新调整，其他产品销售承压。25Q2 公司营收同比-8.0%，其中国窖单季收入降幅与动销反馈基本一致；中档酒同比正增，主系回款进度同比偏快。
- **25Q2 毛销差同比略增，税金比率拖累盈利。**1) **收现端：**25H1 期末公司合同负债 35.3 亿元，同比增加 11.9 亿元，25H1 营收+Δ预收同比下降 3.4%，期间收现比为 109%，基本保持良性。2) **利润端：**25H1 公司销售净利率同降 0.9pct 至 46.7%，主系毛销差及税金比率拖累。25Q2 销售净利率同降 1.7pct，伴随基数回落，Q2 毛销差同比趋于平稳；但消费税等集中于 Q2 缴纳，导致税金比率同比显著提升。①25H1 综合毛利率同比-1.5pct 至 87.1%，其中中高档酒、其他酒毛利率分别同降 1.2、10.5pct，中高档酒毛利率主要受货折及产品结构影响，其他酒主系智能化包装中心投产转固导致吨成本上升。②25H1 公司销售、管理（含研发）费用分别同比下降 6.9%、11.7%，费率分别同比-0.4pct、-0.3pct。数字化推行背景下，公司销售随量费用管控趋严，C 端费用落地也更加精准。③25H1 税金及附加比率同比+1.2pct 至 13.3%，低基数下同比回升。
- **强基固本，蓄势攻坚。**公司积极应对市场调整，实施一系列市场组合拳：①**加强市场深耕精耕**，把握县域及部分村镇消费者需求增加机遇，2025 年公司春耕计划重点扩张核心终端，未来 5 年规划将终端数量从 50 万拓展至 400 万家。②**推动产品创新**，顺应低度化、健康化、利口化、多元化需求，开发储备 28、16、6 度等产品，低度产品将提供更丰富的风味口感。③**夯实核心基本盘**，陆续将资源向特曲 60 版、特曲、头曲等中高端产品倾斜，并焕新推出光瓶酒二曲。④**推动渠道转型**，全面落地数字营销，优化费用投放及库存价盘管理，并实现线上线下全渠道融合，2025 年泸州老窖持续推进“经销商和终端战略共赢计划”，并将注重平衡各渠道盈利分配。
- **盈利预测与投资评级：**公司对行业周期具有前瞻预判，已提前做数字营销、终端下沉等应对，库存及价盘管控保持稳健，本轮穿越周期能力显著强于 2013~14 年。参考 25H1 财报情况，考虑高端酒需求短期承压，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 122、127、141 亿元（前值 124、129、141 亿元），同比-9%、+4%、+10%，当前市值对应 PE 为 17、16、14x，股息率突出，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济向好不确定性，白酒商务场景重构及修复不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	137.19
一年最低/最高价	98.92/164.67
市净率(倍)	4.34
流通 A 股市值(百万元)	201,554.73
总市值(百万元)	201,937.03

基础数据

每股净资产(元,LF)	31.62
资产负债率(%,LF)	33.49
总股本(百万股)	1,471.95
流通 A 股(百万股)	1,469.16

相关研究

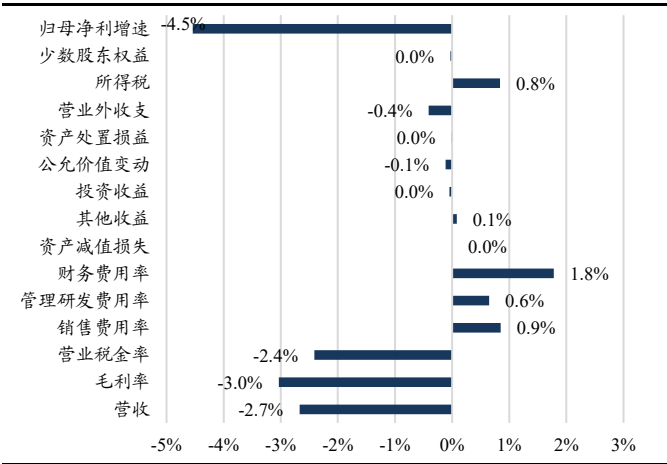
《泸州老窖(000568)：理性应对转型阵痛，积极作为抢占机遇》

2025-06-29

《泸州老窖(000568)：2024 年报及 2025 一季报点评：经营稳健，分红上修凸显长期价值》

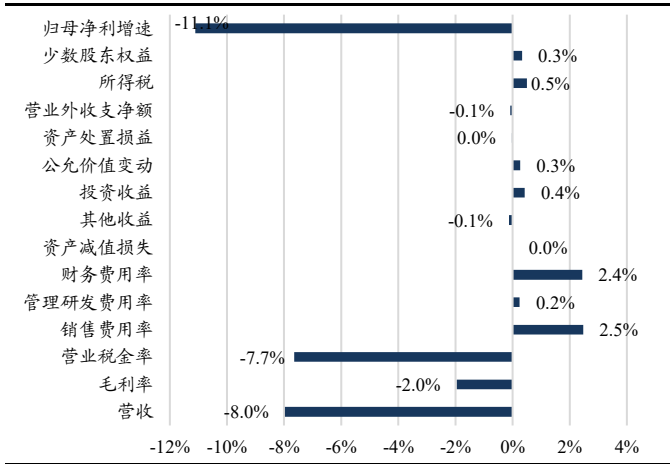
2025-04-28

图1：25H1 泸州老窖归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q2 泸州老窖归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

泸州老窖三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	50,856	50,089	51,145	56,710	营业总收入	31,196	28,692	29,961	33,261
货币资金及交易性金融资产	35,273	34,074	33,244	37,916	营业成本(含金融类)	3,888	3,963	4,269	4,769
经营性应收款项	1,937	1,551	1,392	1,330	税金及附加	4,754	4,246	4,365	4,946
存货	13,393	14,144	16,116	17,010	销售费用	3,538	3,376	3,442	3,697
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,101	995	1,047	1,142
其他流动资产	254	320	393	455	研发费用	261	240	251	278
非流动资产	17,478	19,618	21,756	23,709	财务费用	(489)	(525)	(484)	(450)
长期股权投资	2,801	2,531	2,597	2,645	加:其他收益	44	29	38	37
固定资产及使用权资产	9,161	10,356	11,796	13,300	投资净收益	(10)	57	57	60
在建工程	807	1,404	1,952	2,226	公允价值变动	28	0	0	0
无形资产	3,418	3,617	3,655	3,636	减值损失	2	17	20	23
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	20	15	14
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	18,207	16,519	17,201	19,012
其他非流动资产	1,289	1,709	1,754	1,901	营业外净收支	(2)	0	(12)	(5)
资产总计	68,335	69,707	72,901	80,419	利润总额	18,205	16,519	17,188	19,008
流动负债	14,277	12,183	11,154	14,133	减:所得税	4,708	4,295	4,425	4,917
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,277	1,146	846	746	净利润	13,498	12,224	12,764	14,091
经营性应付款项	1,844	2,679	1,858	4,024	减:少数股东损益	25	22	29	28
合同负债	3,978	2,774	2,989	3,338	归属母公司净利润	13,473	12,202	12,734	14,063
其他流动负债	5,178	5,584	5,462	6,024	每股收益-最新股本摊薄(元)	9.15	8.29	8.65	9.55
非流动负债	6,549	6,549	6,549	6,549	EBIT	17,700	15,884	16,605	18,442
长期借款	6,280	6,280	6,280	6,280	EBITDA	18,483	16,687	17,527	19,440
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	87.54	86.19	85.75	85.66
租赁负债	25	25	25	25	归母净利率(%)	43.19	42.53	42.50	42.28
其他非流动负债	245	245	245	245	收入增长率(%)	3.19	(8.03)	4.43	11.01
负债合计	20,827	18,732	17,703	20,682	归母净利润增长率(%)	1.71	(9.43)	4.36	10.43
归属母公司股东权益	47,389	50,833	55,026	59,538					
少数股东权益	120	142	171	199					
所有者权益合计	47,508	50,975	55,197	59,737					
负债和股东权益	68,335	69,707	72,901	80,419					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19,182	12,529	11,414	17,530	每股净资产(元)	32.19	34.53	37.38	40.45
投资活动现金流	(1,383)	(3,012)	(3,631)	(3,569)	最新发行在外股份(百万股)	1,472	1,472	1,472	1,472
筹资活动现金流	(10,329)	(11,203)	(9,156)	(9,966)	ROIC(%)	23.81	20.35	20.42	21.17
现金净增加额	7,475	(1,686)	(1,373)	3,996	ROE-摊薄(%)	28.43	24.00	23.14	23.62
折旧和摊销	783	803	922	999	资产负债率(%)	30.48	26.87	24.28	25.72
资本开支	(1,177)	(2,773)	(2,946)	(2,748)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.99	16.55	15.86	14.36
营运资本变动	4,498	(442)	(2,608)	2,194	P/B(现价)	4.26	3.97	3.67	3.39

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>