

➤ **事件:** 公司于 8 月 29 日发布 2025 年中报, 25 年上半年公司累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 164.54/76.63/76.50 亿元, 同比-2.67%/-4.54%/-4.30%, 其中单 25Q2 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 71.02/30.70/30.55 亿元, 同比-7.97%/-11.10%/-11.24%。截至 25H1 期末合同负债 35.29 亿元, 同比+50.72%, 25Q1/Q2 期内分别增加-9.12/4.64 亿元, 属于季度间的正常波动。

➤ **酒类产品量增价跌, 腰部产品增势较快。分产品看:** 25H1 酒类合计实现营收 163.97 亿元, 同比-2.62%, 量价分别贡献+2.09%/-4.62%, 毛利率同比-1.47pcts 至 87.13%。其中: ①中高档酒 (含税价格≥150 元, eg.国窖 1573、特曲、窖龄) 营收 150.48 亿元, 同比-1.09%, 量价分别贡献+13.33%/-12.72%, 在总营收中占比同比+1.46pcts 至 91.45%, 基本盘稳固。中高档酒量增价跌主系政策影响下国窖 1573 所处的千元价格带承压, 以特曲为主的腰部产品更加顺应当下消费环境, 公司主动调控发货结构和节奏, 稳定核心产品价盘。②其他酒类 (含税价格<150 元, eg.头曲、黑盖) 营收 13.50 亿元, 同比-16.96%, 量价分别贡献-6.89%/-10.82%, 在酒类营收中占比同比-1.41pcts 至 8.20%, 毛利率同比-10.55pcts 至-16.96%。**分渠道看:** 25H1 传统/新兴渠道营收分别为 154.65/9.32 亿元, 同比-3.99%/+27.55%, 毛利率分别为 87.40%/83.52%, 同比-1.69pcts/+4.52pcts, 新兴渠道在酒类营收中占比同比+1.34pcts 至 5.68%, 公司通过线上平台的旗舰店、专卖店、直播间等网络终端实现面向消费者的销售, 增加消费者触达。**分地区看:** 25H1 境内/境外地区收入分别为 163.51/1.03 亿元, 同比分别-2.74%/+9.83%。**经销商数量上:** 25H1 末经销商共 1791 家, 境内/外各有 1703/88 家, 上半年境内/外分别净增加 2/3 家。

➤ **广宣费投放节制, 促销费和从量消费税拖累净利润水平。** 25H1/25Q2 毛利率分别为 87.09%/87.86%, 同比-1.48/-0.95pcts。结构下移拉低毛利水平。25H1 销售/管理费用率分别为 9.23%/2.60%, 同比-0.41/-0.38pcts, 25Q2 销售/管理费用率分别为 10.58%/3.31%, 同比-1.20/-0.27pcts。公司根据市场需求及时调整营销策略, 减少广宣投入, 增加促销力度, 25H1 公司广告宣传费/促销费同比-20.31%/+11.2%。25H1/25Q2 归母净利率分别为 76.63%/30.70%, 同比-4.54/-11.10pcts。净利率水平受税金拖累, 25H1/Q2 营业税金及附加的营收占比提升+1.18/+3.72pcts, 主因销量增加后从量消费税增加。

➤ **投资建议:** 公司组织优势突出, 产品矩阵完备, 当前淡季控量坚持良性发展, 中长期下数字化改革有望释放管理效能。预计公司 25-27 年归母净利润同比增加-4.5%/7.3%/7.6%, 当前股价对应 PE 分别为 16/15/14 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 税收等产业政策调整的不确定性风险; 千元价格带竞争加剧; 供需不均衡导致的批发价格波动风险; 食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	31,196	30,510	32,127	34,215
增长率 (%)	3.2	-2.2	5.3	6.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,473	12,864	13,797	14,839
增长率 (%)	1.7	-4.5	7.3	7.6
每股收益 (元)	9.15	8.74	9.37	10.08
PE	15	16	15	14
PB	4.3	3.9	3.5	3.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
137.19 元

分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@glms.com.cn

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@glms.com.cn

相关研究

1. 泸州老窖 (000568.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 稳健经营, 分红规划塑信心-2025/04/29
2. 泸州老窖 (000585.SZ) 2024 年三季报点评: Q3 降速舒压, 坚持长期主义-2024/10/31
3. 泸州老窖 (000585.SZ) 2024 年中报点评: 广宣税金拖累净利水平 阶段调整坚持长期主义-2024/08/31
4. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 业绩稳健高增, 产品升级延续-2024/04/28
5. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年三季报点评: 业绩高质量增长, 经营发展动力充足-2023/10/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	31,196	30,510	32,127	34,215
营业成本	3,888	4,121	4,316	4,591
营业税金及附加	4,754	4,946	5,092	5,235
销售费用	3,538	3,539	3,775	4,003
管理费用	1,101	1,053	1,108	1,180
研发费用	261	245	255	278
EBIT	17,700	16,655	17,632	18,979
财务费用	-489	-771	-1,046	-1,016
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-10	92	96	103
营业利润	18,207	17,536	18,790	20,114
营业外收支	-2	-10	-10	3
利润总额	18,205	17,526	18,780	20,116
所得税	4,708	4,622	4,939	5,230
净利润	13,498	12,905	13,841	14,886
归属于母公司净利润	13,473	12,864	13,797	14,839
EBITDA	18,483	17,457	18,473	19,859

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	33,578	40,740	39,846	43,384
应收账款及票据	11	18	19	19
预付款项	124	242	263	280
存货	13,393	13,618	14,260	15,171
其他流动资产	3,750	3,359	3,438	3,546
流动资产合计	50,856	57,977	57,826	62,400
长期股权投资	2,801	2,801	2,801	2,801
固定资产	9,132	9,668	10,225	10,796
无形资产	3,418	3,518	3,538	3,558
非流动资产合计	17,478	18,390	19,010	19,630
资产合计	68,335	76,367	76,836	82,030
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,844	1,677	1,876	2,073
其他流动负债	12,433	19,968	14,760	13,841
流动负债合计	14,277	21,646	16,636	15,914
长期借款	6,280	2,780	2,780	2,780
其他长期负债	270	261	261	261
非流动负债合计	6,549	3,041	3,041	3,041
负债合计	20,827	24,686	19,677	18,954
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
少数股东权益	120	161	205	252
股东权益合计	47,508	51,681	57,159	63,075
负债和股东权益合计	68,335	76,367	76,836	82,030

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.19	-2.20	5.30	6.50
EBIT 增长率	2.44	-5.90	5.87	7.64
净利润增长率	1.71	-4.52	7.25	7.55
盈利能力 (%)				
毛利率	87.54	86.49	86.57	86.58
净利润率	43.19	42.16	42.94	43.37
总资产收益率 ROA	19.72	16.84	17.96	18.09
净资产收益率 ROE	28.43	24.97	24.22	23.62
偿债能力				
流动比率	3.56	2.68	3.48	3.92
速动比率	2.47	1.96	2.50	2.84
现金比率	2.35	1.88	2.40	2.73
资产负债率 (%)	30.48	32.33	25.61	23.11
经营效率				
应收账款周转天数	0.16	0.17	0.20	0.20
存货周转天数	1158.06	1179.69	1162.78	1153.80
总资产周转率	0.47	0.42	0.42	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	9.15	8.74	9.37	10.08
每股净资产	32.19	35.00	38.69	42.68
每股经营现金流	13.03	13.30	6.23	9.66
每股股利	5.95	5.68	6.09	6.55
估值分析				
PE	15	16	15	14
PB	4.3	3.9	3.5	3.2
EV/EBITDA	9.44	10.00	9.45	8.79
股息收益率 (%)	4.34	4.14	4.44	4.78

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	13,498	12,905	13,841	14,886
折旧和摊销	783	803	841	879
营运资金变动	4,498	5,410	-5,751	-1,759
经营活动现金流	19,182	19,582	9,167	14,224
资本开支	-1,177	-1,684	-1,446	-1,471
投资	-281	-30	0	0
投资活动现金流	-1,383	-1,804	-1,349	-1,368
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,025	-1,500	0	0
筹资活动现金流	-10,329	-10,616	-8,712	-9,318
现金净流量	7,475	7,162	-894	3,538

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048