

## 公司研究

## 降速调整，利润率短期承压

## ——泸州老窖（000568.SZ）2025年中报点评

## 要点

**事件：**泸州老窖发布 2025 年中报，25 年上半年实现总营收 164.54 亿元、同比减少 2.67%，实现归母净利润 76.63 亿元、同比减少 4.54%，Q2 单季总营收 71.02 亿元、同比减少 7.97%，归母净利润 30.70 亿元、同比减少 11.1%。

**上半年节奏放缓，中高档酒类结构有所调整。**公司主动调整节奏、释放报表压力，25H1 收入同比下滑，其中 25Q2 收入同比减少约 8%（25Q1 收入同比+1.8%）、相较 Q1 明显降速。1) 分产品看，25H1 中高档酒类/其他酒类营收为 150.48/13.50 亿元，同比减少 1.09%/16.96%。分量价，25H1 中高档酒类销量/均价分别同比 +13.33%/-12.72%，中高档酒类呈现量增价减，估计受高端消费场景萎缩影响，短期产品结构有所调整。25H1 其他酒类销量/均价分别同比-6.89%/-10.82%，大众价位白酒量价均有所下滑。行业调整期间公司持续推动产品创新，28 度国窖 1573 将适时投入市场，并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，巩固中高端大众产品市场。2) 分渠道看，25H1 传统渠道/新兴渠道营收分别为 154.65/9.32 亿元，同比减少 3.99%/增加 27.55%，新兴渠道收入拓展较为亮眼。截至 25Q2 末境内/境外经销商数量分别为 1703/88 家、上半年净增 2/3 家。下半年公司将继续市场精耕深耕，推进县级以下市场的消费者培育，强化渠道下沉。

**25Q2 毛利率/税金率波动，净利率承压，合同负债表现稳健。**1) 25Q2 销售毛利率 87.86%、同比-0.95pct，毛利率有所下滑，估计受产品结构调整影响。25Q2 税金及附加项占营收比重 15.39%、同比提升 3.72pct，估计受销售端与生产端节奏错配影响。25Q2 销售费用率 10.58%、同比下降 1.2pct，公司强化费用管控，上半年广告宣传费同比减少、促销费同比提升。25Q2 管理及研发费用率 4.03%、同比-0.13pct。综合看 25Q2 销售净利率 43.26%、同比下滑 1.68pct，受毛利率和税金扰动，净利率短期承压。2) 25Q2 销售现金回款 80.83 亿元、同比下滑 15.10%，经营活动现金流净额 27.57 亿元、同比下滑 28.69%。截至 25Q2 末合同负债 35.29 亿元、较 25Q1 末增加 4.63 亿元，较去年同期亦有增长。

**盈利预测、估值与评级：**考虑公司主动调整以及需求仍待恢复，下调 2025-27 年归母净利润预测为 126.0/133.8/142.0 亿元（较前次预测下调 9%/11%/12%），折合 EPS 为 8.56/9.09/9.65 元，当前股价对应 P/E 为 16/15/14 倍，公司管理优势突出，去年下半年以来主动调整、释放渠道压力，待需求恢复后长期势能仍足，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求恢复不及预期，费用投放效果不及预期，高端白酒竞争加剧。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	30,233	31,196	29,655	31,330	33,170
营业收入增长率	20.34%	3.19%	-4.94%	5.65%	5.87%
净利润（百万元）	13,246	13,473	12,600	13,377	14,198
净利润增长率	27.79%	1.71%	-6.48%	6.17%	6.13%
EPS（元）	9.00	9.15	8.56	9.09	9.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	32.00%	28.43%	24.59%	23.99%	23.70%
P/E	15	15	16	15	14
P/B	4.9	4.3	3.9	3.6	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29

## 买入（维持）

当前价：137.19 元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003  
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005  
021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003  
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	14.72
总市值(亿元):	2019.37
一年最低/最高(元):	94.27/156.93
近 3 月换手率:	48.23%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.43	6.55	-9.76
绝对	15.77	23.29	27.96

资料来源：Wind

## 相关研报

经营稳中求进，加大股东回报——泸州老窖（000568.SZ）2024 年年报与 2025 年一季报点评（2025-04-30）

Q3 主动释压，优先良性发展——泸州老窖（000568.SZ）2024 年三季报点评（2024-10-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,233	31,196	29,655	31,330	33,170
营业成本	3,537	3,888	4,186	4,304	4,479
折旧和摊销	667	773	791	836	877
税金及附加	4,133	4,754	4,448	4,699	4,976
销售费用	3,974	3,538	3,321	3,509	3,715
管理费用	1,139	1,101	1,046	1,105	1,170
研发费用	226	261	237	251	265
财务费用	-371	-489	-486	-486	-486
投资收益	85	-10	50	50	50
营业利润	17,842	18,207	17,028	18,076	19,183
利润总额	17,806	18,205	17,028	18,076	19,183
所得税	4,517	4,708	4,403	4,674	4,960
净利润	13,289	13,498	12,625	13,402	14,222
少数股东损益	42	25	25	25	25
归属母公司净利润	13,246	13,473	12,600	13,377	14,198
EPS(元)	9.00	9.15	8.56	9.09	9.65

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10,648	19,182	10,579	13,591	14,401
净利润	13,246	13,473	12,600	13,377	14,198
折旧摊销	667	773	791	836	877
净营运资金增加	8,947	-2,441	941	1,755	1,974
其他	-12,212	7,377	-3,753	-2,378	-2,649
投资活动产生现金流	-1,268	-1,383	-873	-1,095	-1,070
净资本支出	-1,432	-1,177	-1,100	-1,100	-1,100
长期投资变化	2,708	2,801	0	0	0
其他资产变化	-2,544	-3,007	227	5	30
融资活动现金流	-1,218	-10,329	-11,449	-8,351	-9,565
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	5,320	-2,021	-3,177	0	0
无息负债变化	-614	1,085	-3,368	291	380
净现金流	8,164	7,475	-1,743	4,145	3,765

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	88.3%	87.5%	85.9%	86.3%	86.5%
EBITDA 率	59.4%	59.2%	58.2%	58.6%	58.8%
EBIT 率	57.1%	56.7%	55.5%	55.9%	56.1%
税前净利润率	58.9%	58.4%	57.4%	57.7%	57.8%
归母净利润率	43.8%	43.2%	42.5%	42.7%	42.8%
ROA	21.0%	19.8%	19.2%	19.0%	18.9%
ROE (摊薄)	32.0%	28.4%	24.6%	24.0%	23.7%
经营性 ROIC	24.4%	26.4%	24.0%	24.6%	25.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	34%	30%	22%	21%	20%
流动比率	4.50	3.56	6.09	6.43	6.65
速动比率	3.35	2.62	4.51	4.86	5.08
归母权益/有息债务	3.58	4.96	8.03	8.74	9.39
有形资产/有息债务	5.12	6.75	9.74	10.50	11.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	63,294	68,335	65,656	70,512	75,063
货币资金	25,952	33,578	31,835	35,980	39,745
交易性金融资产	1,427	1,694	1,500	1,527	1,554
应收账款	17	11	44	47	50
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	23	13	0	0	0
存货	11,622	13,393	12,559	12,913	13,437
其他流动资产	6,115	2,043	2,043	2,043	2,043
流动资产合计	45,358	50,856	48,213	52,756	57,062
其他权益工具	403	407	407	407	407
长期股权投资	2,708	2,801	2,801	2,801	2,801
固定资产	8,613	9,132	9,415	9,366	9,387
在建工程	1,718	807	772	874	967
无形资产	3,398	3,418	3,431	3,444	3,457
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	359	407	407	407	407
非流动资产合计	17,936	17,478	17,443	17,756	18,000
总负债	21,763	20,827	14,281	14,573	14,953
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,357	1,844	2,596	2,798	3,001
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	347	517	517	517	517
流动负债合计	10,071	14,277	7,913	8,204	8,584
长期借款	10,000	6,280	6,280	6,280	6,280
应付债券	1,499	0	0	0	0
其他非流动负债	28	87	87	87	87
非流动负债合计	11,692	6,549	6,369	6,369	6,369
股东权益	41,532	47,508	51,375	55,939	60,110
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
公积金	6,657	6,838	6,838	6,838	6,838
未分配利润	33,816	39,340	43,182	47,722	51,868
归属母公司权益	41,391	47,389	51,231	55,770	59,916
少数股东权益	140	120	144	169	194

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	13.15%	11.34%	11.20%	11.20%	11.20%
管理费用率	3.77%	3.53%	3.53%	3.53%	3.53%
财务费用率	-1.23%	-1.57%	-1.64%	-1.55%	-1.47%
研发费用率	0.75%	0.84%	0.80%	0.80%	0.80%
所得税率	25%	26%	26%	26%	26%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	5.40	5.95	6.00	6.83	7.25
每股经营现金流	7.23	13.03	7.19	9.23	9.78
每股净资产	28.12	32.19	34.80	37.89	40.71
每股销售收入	20.54	21.19	20.15	21.28	22.53

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15	15	16	15	14
PB	4.9	4.3	3.9	3.6	3.4
EV/EBITDA	11.9	11.1	11.7	10.9	10.1
股息率	3.9%	4.3%	4.4%	5.0%	5.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP