

蓄势待发

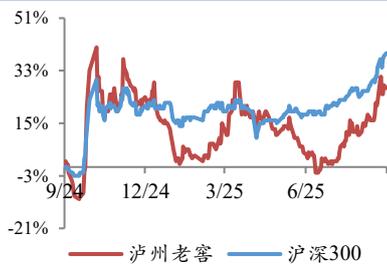
——泸州老窖 25Q2 点评

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2025-09-01

收盘价 (元)	135.85
近 12 个月最高/最低 (元)	156.93/102.93
总股本 (百万股)	1,472
流通股本 (百万股)	1,469
流通股比例 (%)	99.81
总市值 (亿元)	2,000
流通市值 (亿元)	1,996

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 邓欣

执业证书号: S0010524010001

邮箱: dengxin@hazq.com

联系人: 郑少轩

执业证书号: S0010124040001

主要观点:

公司发布 25Q2 业绩:

➤ **25Q2:** 营收 71.02 亿 (-7.97%), 归母净利润 30.70 亿 (-11.10%), 扣非归母净利润 30.55 亿 (-11.24%)。

➤ **25H1:** 营收 164.54 亿 (-2.67%), 归母净利润 76.63 亿 (-4.54%), 扣非归母净利润 76.50 亿 (-4.30%)。

25Q2 符合市场预期。

收入: 理性增长, 报表出清

➤ 分品类: 25H1 公司中高档/其他酒营收各同比-1.1%/-17.0%。其中, 中高档酒量增价减, 销量/吨价各同比+13.3%/-12.7%; 其他酒量价齐降, 销量/吨价各同比-6.9%/-10.8%。拆分 25Q2 看, 我们预计国窖 1573 同比下滑近双位数, 低度表现优于高度, 特曲 60 同比持平, 窖龄仍维持调整状态, 头曲预计仍维持正增长。

➤ 分渠道: 25H1 公司传统/新兴渠道营收各同比-4.0%/+27.6%, 期间境内经销商净新增 2 家。在经销商总数稳定下, 公司持续汰换经销商团队, 渠道精细化运营能力持续提升。

利润: 产品结构/税金拖累

➤ 25Q2 公司毛利率同比-0.95pct 至 87.9%, 预计主因产品结构拖累, 其中 25H1 中高档酒毛利率-1.2pct。25Q2 公司税金及附加/销售/管理费率各同比+3.7/-1.2/-0.3pct, 税金及附加率上升预计主因生产销售节奏错位, 公司费率管控得当主因数字化营销改革持续深化。综上, 公司 25Q2 净利率同比-1.5pct 至 43.2%。

报表质量: 渠道合作意愿较强

➤ 25Q2 公司销售收现同比-15.1%, 公司“营收+Δ合同负债”同比+0.6%, 国窖 1573 价盘稳健下, 渠道合作意愿较强。销售收现较弱, 但应收款项融资 25Q2 环比增加 2.1 亿元, 预计 25Q2 经销商更多使用票据打款。

投资建议: 维持“买入”

我们的观点:

展望 25H2, 渠道端公司加速渠道精耕下沉; 产品端公司迎合年轻化、低度化消费趋势, 新品 28 度国窖 1573 有望带来增量; 管理上数字化营销改革持续深化, 费率优化有望持续。公司在行业调整周期, 理性看待增长, 报表持续出清, 看好行业恢复期的公司业绩弹性。

盈利预测: 考虑到行业景气度恢复情况, 我们更新公司盈利预测, 预

计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 294.74/302.03/333.75 亿元 (原值 25-27 年分别为 323.45/339.68/366.05 亿元), 分别同比 -5.5%/+2.5%/+10.5%; 实现归母净利润 124.72/129.47/144.57 亿元 (原值 25-27 年分别为 138.15/147.92/161.93 亿元), 分别同比 -7.4%/+3.8%/+11.7%; 当前股价对应 PE 分别为 16/15/14 倍, 维持“买入”评级。

► **风险提示:**

行业景气度恢复不及预期, 营销转型不及预期, 市场竞争加剧, 食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31196	29474	30203	33375
收入同比 (%)	3.2%	-5.5%	2.5%	10.5%
归属母公司净利润	13473	12472	12947	14457
净利润同比 (%)	1.7%	-7.4%	3.8%	11.7%
毛利率 (%)	87.5%	85.2%	85.9%	86.3%
ROE (%)	28.4%	20.8%	19.3%	19.3%
每股收益 (元)	9.18	8.47	8.80	9.82
P/E	13.64	16.03	15.44	13.83
P/B	3.89	3.34	2.98	2.67
EV/EBITDA	8.67	9.91	9.09	7.96

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 9 月 1 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	50856	62693	69268	78745	营业收入	31196	29474	30203	33375
现金	33578	41928	49413	53206	营业成本	3888	4349	4266	4568
应收账款	11	0	0	0	营业税金及附加	4754	4568	4681	5173
其他应收款	13	20	14	23	销售费用	3538	3331	3383	3705
预付账款	124	261	256	274	管理费用	1101	1017	1027	1101
存货	13393	15602	14026	18967	财务费用	-489	-504	-503	-544
其他流动资产	3737	4883	5560	6274	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	17478	17850	18159	18405	公允价值变动收益	28	0	0	0
长期投资	2801	2842	2883	2924	投资净收益	-10	59	60	67
固定资产	9132	9463	9731	9937	营业利润	18207	16663	17298	19315
无形资产	3418	3418	3418	3418	营业外收入	24	18	18	18
其他非流动资产	2127	2127	2127	2127	营业外支出	26	18	18	18
资产总计	68335	80543	87428	97150	利润总额	18205	16663	17298	19315
流动负债	14277	13989	13500	15636	所得税	4708	4166	4324	4829
短期借款	0	0	0	0	净利润	13498	12497	12973	14486
应付账款	1844	2505	2236	3094	少数股东损益	25	25	26	29
其他流动负债	12433	11484	11264	12542	归属母公司净利润	13473	12472	12947	14457
非流动负债	6549	6549	6549	6549	EBITDA	18483	16913	17610	19644
长期借款	6280	6280	6280	6280	EPS (元)	9.18	8.47	8.80	9.82
其他非流动负债	270	270	270	270					
负债合计	20827	20538	20049	22185					
少数股东权益	120	145	170	199					
股本	1472	1472	1472	1472					
资本公积	5366	5366	5366	5366					
留存收益	40551	53023	60370	67928					
归属母公司股东权益	47389	59861	67208	74765					
负债和股东权益	68335	80543	87428	97150					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	19182	9475	14211	11812	成长能力				
净利润	13498	12497	12973	14486	营业收入	3.2%	-5.5%	2.5%	10.5%
折旧摊销	783	813	876	939	营业利润	2.0%	-8.5%	3.8%	11.7%
财务费用	302	0	0	0	归属于母公司净利	1.7%	-7.4%	3.8%	11.7%
投资损失	-148	-59	-60	-67	获利能力				
营运资金变动	4498	-3776	421	-3547	毛利率 (%)	87.5%	85.2%	85.9%	86.3%
其他经营现金流	9249	16273	12552	18034	净利率 (%)	43.2%	42.3%	42.9%	43.3%
投资活动现金流	-1383	-1126	-1125	-1119	ROE (%)	28.4%	20.8%	19.3%	19.3%
资本支出	-1177	-1145	-1145	-1145	ROIC (%)	23.0%	17.4%	16.3%	16.6%
长期投资	-281	-41	-41	-41	偿债能力				
其他投资现金流	75	59	60	67	资产负债率 (%)	30.5%	25.5%	22.9%	22.8%
筹资活动现金流	-10329	0	-5600	-6900	净负债比率 (%)	43.8%	34.2%	29.8%	29.6%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.56	4.48	5.13	5.04
长期借款	-3720	0	0	0	速动比率	2.60	3.33	4.06	3.79
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	180	0	0	0	总资产周转率	0.47	0.40	0.36	0.36
其他筹资现金流	-6789	0	-5600	-6900	应收账款周转率	2190.46	—	—	—
现金净增加额	7475	8349	7486	3793	应付账款周转率	1.85	2.00	1.80	1.71

每股指标 (元)				
每股收益	9.18	8.47	8.80	9.82
每股经营现金流 (摊)	13.03	6.44	9.65	8.02
每股净资产	32.19	40.67	45.66	50.79

估值比率				
P/E	13.64	16.03	15.44	13.83
P/B	3.89	3.34	2.98	2.67
EV/EBITDA	8.67	9.91	9.09	7.96

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 邓欣, 华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士, 双专业学士, 10余年证券从业经验, 历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券, 曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等, 专注于成长消费领域, 从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人: 郑少轩, 上海财经大学金融学博士, 曾任职于广银理财。

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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。