

泸州老窖 (000568.SZ)

优于大市

2025Q2 降速释放需求压力，税金率影响净利率表现

核心观点

2025Q2 收入、净利润同比转负，反映需求压力。2025H1 公司实现营业总收入 164.5 亿元/同比-2.7%，归母净利润 76.6 亿元/同比-4.5%。其中 2025Q2 营业总收入 71.0 亿元/同比-8.0%，归母净利润 30.7 亿元/同比-11.1%。

2025H1 中高档酒表现好于整体，新兴渠道增速较快。分产品看，2025H1 中高档酒收入 150.5 亿元/同比-1.1%（量+13.3%/价-12.7%），我们预计中档酒（60 版、老字号）受益于价位带偏低、表现好于整体，国窖及其他品相增速承压；产品结构略有下探致吨价下降。2025H1 其他酒类收入 13.5 亿元/同比-17.0%（量-6.9%/价-10.8%），我们预计头曲受益于战略聚焦和低基数、表现好于整体，但第二季度以来伴随需求普降销售亦有压力。分渠道看，2025H1 传统销售渠道收入 154.7 亿元/同比-4.0%，新兴渠道收入 9.3 亿元/同比+27.6%，公司自建电商平台、深化即时零售合作等，低基数下实现快速增长。单 2025Q2 看，毛利率同比-0.95pcts，预计产品结构延续承压，其中国窖受到政商务场景缩量影响，全国范围内动销承压，下滑幅度预计大于整体；特曲 60 版/老字号等加大费投、刺激开瓶、抢抓动销，延续稳健表现。

2025Q2 税金率影响净利率表现，数智化营销下费效比有所提升。2025Q2 税金及附加率同比+3.72pcts，系生产和销售错期扰动，其中 2025H1 消费税同比+9.7%、多集中在第二季度。2025Q2 销售/管理费用率同比-1.20/-0.27pcts，费效比提升系数字化系统赋能费用精准化投入、组织内部降本增效驱动。

现金流有所承压，预收款环比增加。2025Q2 销售收现 80.8 亿元/同比-15.1%，经营性现金流净额 27.6 亿元/同比-28.7%。截至 2025Q2 末合同负债 35.3 亿元/环比+4.64 亿元，我们预计主因 1）公司积极为渠道纾压，增加经销商过程考核指标、费用兑现方式等，配称提价举措，回款节奏平稳；2）给予适当资金政策，截至 Q2 末应收款项融资（银行汇票）环比 Q1 末增加 2 亿元；3）（收入+Δ 预收）同比+0.6%，体现公司按节奏发货，减少渠道库存压力。

投资建议：展望下半年，消费需求仍处于弱复苏阶段，大众场景恢复节奏略好于政商务，我们预计 1）公司以国窖稳价为先，但同时注重中秋国庆的营销活动抢抓旺季市场份额；2）通过数智化营销加强渠道服务，费用方案进一步完善和精准化；3）针对终端和消费者加强营销投入，开展科技、AI 等领域企业拜访。考虑到需求压力、产品结构表现和费用投入延续积极，略下调此前收入及净利润预测，预计 2025-2027 年公司收入 295.4/303.6/334.2 亿元，同比-5.3%/+2.8%/+10.1%（前值同比-2.0%/+0.8%/+8.1%）；预计归母净利润 123.7/130.1/146.5 亿元，同比-8.2%/+5.2%/+12.6%（前值同比-3.3%/+1.2%/+10.1%），当前股价对应 25/26 年 16.3/15.5 倍 P/E。中长期看，公司战略复利将逐步体现，1）38 度国窖在低度酒赛道产品、渠道先发优势突出，预计持续获得全国化市场份额；2）数智化赋能营销全链路，费效比兑现管理效率提升。作为以管理驱动的优质顺周期标的，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,233	31,196	29,538	30,365	33,421
(+/-%)	20.3%	3.2%	-5.3%	2.8%	10.1%
净利润(百万元)	13246	13473	12369	13010	14646
(+/-%)	27.8%	1.7%	-8.2%	5.2%	12.6%
每股收益(元)	9.00	9.15	8.40	8.84	9.95
EBIT Margin	57.0%	56.6%	54.2%	55.8%	57.0%
净资产收益率(ROE)	32.0%	28.4%	24.2%	23.9%	25.2%
市盈率(PE)	15.2	15.0	16.3	15.5	13.8
EV/EBITDA	12.5	12.1	12.8	12.1	10.8
市净率(PB)	4.88	4.26	3.95	3.72	3.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	137.19 元
总市值/流通市值	201937/201555 百万元
52 周最高价/最低价	164.67/98.92 元
近 3 个月日均成交额	1350.53 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《泸州老窖(000568.SZ)-以消费者为中心，数字化赋能供应链，提升竞争壁垒》——2025-07-09

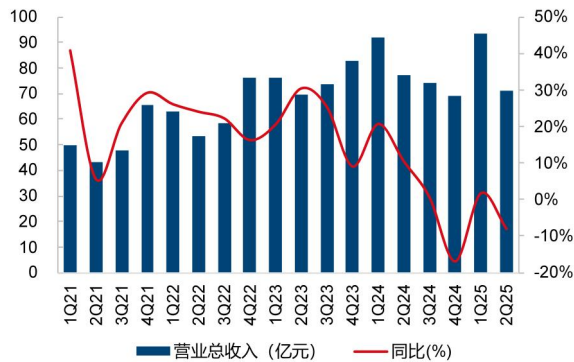
《泸州老窖(000568.SZ)-2025Q1 录得正增，公司指引 3 年分红率稳步提升》——2025-04-28

《泸州老窖(000568.SZ)-精耕细作稳增长，数字化改革成效逐步显现》——2025-03-03

《泸州老窖(000568.SZ)-第三季度主动调整经营节奏，盈利能力保持稳健》——2024-11-01

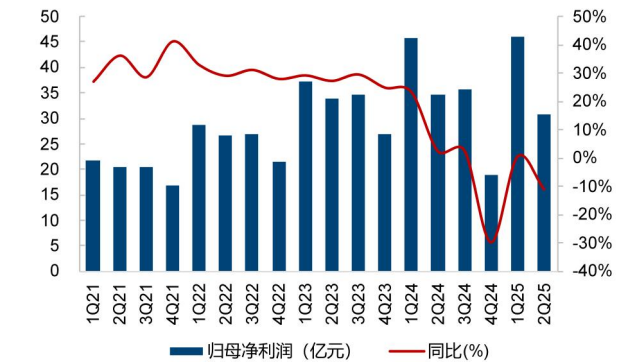
《泸州老窖(000568.SZ)-上半年收入增速稳健，第二季度税金率波动影响净利润增速》——2024-08-31

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



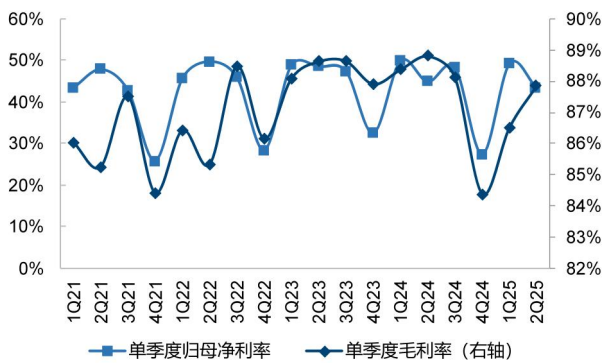
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



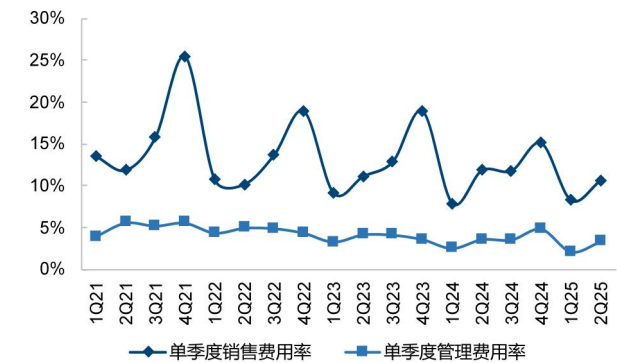
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 泸州老窖盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	31,196	30,588	30,837	29,538	30,365	-3.4%	-1.5%
收入同比增速	3.2%	-2.0%	0.8%	-5.3%	2.8%	-3.36pcts	1.98pcts
毛利率	87.5%	87.1%	86.9%	86.3%	86.4%	-0.75pcts	-0.52pcts
销售费用率	11.3%	12.0%	11.8%	12.0%	11.5%	0pcts	-0.3pcts
管理费用率	3.2%	3.5%	3.4%	3.4%	3.3%	-0.13pcts	-0.1pcts
归母净利润 (百万元)	13,473	13,034	13,196	12,369	13,010	-5.1%	-1.4%
归母净利润同比增速	1.7%	-3.3%	1.2%	-8.2%	5.2%	-4.94pcts	3.94pcts
净利率	43.2%	42.6%	42.8%	41.9%	42.8%	-0.74pcts	0.05pcts
EPS (元)	9.15	8.86	8.97	8.40	8.84	-5.1%	-1.4%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2025/8/29	2025/8/29		2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,480	18,592		862.3	938.01	21.6	19.8
000858.SZ	五粮液	优于大市	130	5,028		318.5	323.54	15.8	15.5
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	137	2,019		134.7	123.7	15.0	16.3
600809.SH	山西汾酒	优于大市	202	2,465		122.4	128.10	20.1	19.2
002304.SZ	洋河股份	中性	74	1,113		66.7	46.73	16.7	23.8
000799.SZ	酒鬼酒	中性	68	222		0.1	0.85	1775.3	260.7
600702.SH	舍得酒业	优于大市	68	228		3.5	6.28	65.8	36.2

000596.SZ	古井贡酒	优于大市	171	905	55.2	61.54	16.4	14.7
603369.SH	今世缘	优于大市	35	207	16.6	13.44	12.5	15.4
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	46	365	25.9	23.19	14.1	15.7
603589.SH	口子窖	中性	43	540	34.1	32.16	15.8	16.8
603919.SH	金徽酒	优于大市	22	112	3.9	4.01	28.8	27.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除泸州老窖以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	25952	33578	30324	33848	36944	营业收入	30233	31196	29538	30365	33421
应收款项	40	24	23	23	26	营业成本	3537	3888	4044	4129	4237
存货净额	11622	13393	13133	12804	13741	营业税金及附加	4133	4754	4578	4555	5013
其他流动资产	6317	2167	5908	6073	6684	销售费用	3974	3538	3545	3492	3743
流动资产合计	45358	50856	51082	54442	59089	管理费用	1139	1101	1141	1139	1240
固定资产	10332	9939	9998	9964	9860	研发费用	226	261	354	254	280
无形资产及其他	3398	3418	3281	3144	3008	财务费用	(371)	(489)	(232)	(309)	(375)
投资性房地产	1498	1320	1320	1320	1320	投资收益	85	(10)	250	108	116
长期股权投资	2708	2801	2801	2801	2801	资产减值及公允价值变动	63	28	28	28	28
资产总计	63294	68335	68482	71672	76079	其他收入	(126)	(215)	(218)	(117)	(143)
短期借款及交易性金融负债	79	3277	0	0	0	营业利润	17842	18207	16522	17378	19564
应付款项	2357	1844	1773	1766	1881	营业外净收支	(36)	(2)	0	0	0
其他流动负债	7635	9156	8932	8869	9490	利润总额	17806	18205	16522	17378	19564
流动负债合计	10071	14277	10706	10636	11371	所得税费用	4517	4708	4131	4344	4891
长期借款及应付债券	11499	6280	6280	6280	6280	少数股东损益	42	25	23	24	27
其他长期负债	193	270	270	270	270	归属于母公司净利润	13246	13473	12369	13010	14646
长期负债合计	11692	6549	6549	6549	6549	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	21763	20827	17255	17185	17920	净利润	13246	13473	12369	13010	14646
少数股东权益	140	120	127	136	145	资产减值准备	(2)	(1)	(0)	(0)	0
股东权益	41391	47389	51099	54352	58013	折旧摊销	667	773	1105	1198	1268
负债和股东权益总计	63294	68335	68482	71672	76079	公允价值变动损失	(63)	(28)	(28)	(28)	(28)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(371)	(489)	(232)	(309)	(375)
每股收益	9.00	9.15	8.40	8.84	9.95	营运资本变动	(2953)	3658	(3775)	93	(816)
每股红利	4.45	5.95	5.88	6.63	7.46	其它	23	9	8	8	9
每股净资产	28.12	32.19	34.72	36.92	39.41	经营活动现金流	10919	17885	9680	14281	15081
ROIC	30.74%	26.63%	26%	31%	34%	资本开支	0	(315)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	32.00%	28.43%	24%	24%	25%	其它投资现金流	(354)	(267)	0	0	0
毛利率	88%	88%	86%	86%	87%	投资活动现金流	(394)	(675)	(1000)	(1000)	(1000)
EBIT Margin	57%	57%	54%	56%	57%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	59%	59%	58%	60%	61%	负债净变化	6821	(3720)	0	0	0
收入增长	20%	3%	-5.3%	2.8%	10.1%	支付股利、利息	(6546)	(8757)	(8658)	(9757)	(10985)
净利润增长率	28%	2%	-8.2%	5.2%	12.6%	其它融资现金流	(2881)	15372	(3277)	0	0
资产负债率	35%	31%	25%	24%	24%	融资活动现金流	(2331)	(9584)	(11935)	(9757)	(10985)
股息率	3.2%	4.3%	4.3%	4.8%	5.4%	现金净变动	8194	7626	(3255)	3524	3096
P/E	15.2	15.0	16.3	15.5	13.8	货币资金的期初余额	17758	25952	33578	30324	33848
P/B	4.9	4.3	4.0	3.7	3.5	货币资金的期末余额	25952	33578	30324	33848	36944
EV/EBITDA	12.5	12.1	12.8	12.1	10.8	企业自由现金流	0	17206	8340	12991	13736
						权益自由现金流	0	28857	5238	13223	14018

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032