

# 顺势而为，以长期主义主动 降速调整

泸州老窖 (000568.SZ)

## 核心观点

25H1 及 25Q2 营收增速达到-2.67%、-7.97%，顺应市场动销趋势，主动降速缓解市场压力，维护市场良性发展。针对国窖减少出货量，价格相对坚挺；更多资源向腰部倾斜，预计特曲、60 版等产品销售量增长；头曲、二曲阶段性调整，其站位大众价位未来有望进一步发力。费用方面，增加扫码红包提升真实动销，减少广告宣传费用，费用精准度提升。未来公司持续巩固基本盘，多价位产品发展，区域精耕，看好公司规模持续壮大的同时盈利能力进一步提升。

## 事件

### 公司发布 2025 年半年度报告

2025H1 公司实现营业收入 164.54 亿元 (-2.67%)；归母净利润 76.63 亿元 (-4.54%)。其中，单二季度实现营业收入 71.02 亿元 (-7.97%)；归母净利润 30.70 亿元 (-11.1%)。

## 简评

### 主动控节奏稳价格，业绩降速缓解市场压力

25H1 公司酒类主业实现营收 163.97 亿元 (-2.62%)，其中以国窖 1573、特曲、窖龄为主的中高档酒贡献营收 150.48 亿元 (-1.09%)，以头曲、二曲为主的其他酒类贡献营收 13.50 亿元 (-16.96%)。2025 年以来（尤其二季度）白酒行业动销严重承压，尤其是中高档白酒消费场景明显减少，渠道库存、资金等压力进一步加大。老窖以市场良性发展为前提，主动降低出货节奏，力求供需平衡与价格稳定，白酒价格相比竞品更加坚挺，展现公司超强市场运营能力与品牌韧性，阶段性降速以求中长期健康可持续增长。

量价拆分来看，25H1 中高档酒类销量同比增长 13.33% 至 2.41 万吨，其他酒类销量同比减少 6.89% 至 2.48 万吨；中高档酒类吨价下降 12.72% 至 62.39 万元/吨，其他酒类吨价减少 10.82% 至 5.44 万元/吨。上半年中高档酒增长主要由销量增长驱动，预计主要系公司顺应市场将资源向腰部产品倾斜，预计国窖占比小幅下滑，特曲、60 版等产品实现放量；其他酒类下滑一方面头曲市场控货去库存，另一方面公司筹备二曲光瓶酒，减少产品出货量。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 09 月 02 日

当前股价：135.85 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.54/2.08	16.19/0.42	13.89/-22.46
12 月最高/最低价 (元)		159.00/100.02
总股本 (万股)		147,195.15
流通 A 股 (万股)		146,916.49
总市值 (亿元)		1,999.65
流通市值 (亿元)		1,995.86
近 3 月日均成交量 (万)		1110.40
主要股东		
泸州老窖集团有限责任公司		26.03%

## 股价表现



### 产品与投入结构调整使得毛利率减少，合同负债表现较好

25H1 公司毛利率下降 1.48pcts 至 87.09%，归母净利率下降 0.91pcts 至 46.57%，其中 25Q2 公司毛利率下降 0.95pcts 至 87.86%，归母净利率下降 1.52pcts 至 43.23%。

毛利率波动主要系上半年结构调整，中高档价位腰部产品销售增长，而高毛利的国窖占比相对减少，此外其他酒类头曲、二曲的控量使得毛利率下滑较多；此外，随着公司数字化体系的健全，加大红包力度，同时扫码率稳中有升，影响公司毛利率。分档次毛利率看，上半年中高档酒类 91.03%，同比下降 1.23pcts，其他酒类毛利率 44.33%，同比下降 10.55pcts。

费用率方面，上半年销售费用率 9.23%（同比-0.41pcts），管理费用率 2.60%（同比-0.38pcts），其中 25Q2 销售费用率 10.58%（同比-1.2pcts），管理费用率 3.31%（同比-0.27pcts）。行业调整期，减少品牌露出相关费用支出，以动销为导向提升费用精准度，上半年广告宣传费减少 20.31% 至 6.4 亿元，促销费增长 11.20% 至 5.18 亿元。

税金及附加方面，上半年税金及附加率提升 1.17pcts 至 13.26%，其中 25Q2 税金及附加率提升 3.72pcts 至 15.39%，主要系公司腰部以及大众价位产品销售占比提升，增加消费税缴纳金额，上半年消费税增加 9.7% 至 17.21 亿元。

现金流方面，25H1 公司经营活动现金流 60.64 亿元，同比减少 26.27%，销售收现 179.5 亿元，同比减少 10.97%，25Q2 公司经营活动现金流 27.57 亿元，同比减少 28.69%，销售收现 80.83 亿元，同比减少 15.11%。25Q2 末公司合同负债为 35.29 亿元，同比增长 50.72%。

### 顺势而为，稳中求进，老窖持续提升市场竞争力

2025 年公司经营目标为全年营业收入稳中求进。下半年，公司持续运用数字化体系，加强市场服务，增加有效终端覆盖量。夯实基本盘，以川渝、华北、华东基地市场为核心挖掘市场空间，主销区深耕市场，非主销区发掘机会。产品端，巩固国窖高端站位，资源向中低档产品倾斜，60 版特曲、老字号特曲有望持续较快增长，头曲经调整业绩有望回升，下半年有望推出二曲光瓶酒。此外，公司持续产品研发创新和场景突破，未来有望适时推出 28 度国窖，推广冰饮调配方式，更多吸引年轻消费群体。公司双品牌三品系齐发力格局成型，高档国窖品牌力强、稳固业绩基本盘，腰部产品逐渐释放势能，未来公司竞争力有望进一步提升。

**盈利预测与投资建议：** 预计 2025~2027 年收入分别为 296.75、310.23、337.07 亿元，预计归母净利润分别为 125.52、134.54、148.85 亿元，对应 2025~2027 年 PE 分别为 15.93x、14.86x、13.43X，维持“买入”评级。

### 风险提示：

居民消费需求复苏不及预期，近 2 年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期；经济复苏不及预期，若商务交流活动减少，公司产品在商务用酒消费场景的需求复苏节奏可能不及预期；食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,233.30	31,196.25	29,675.22	31,022.92	33,706.85
YoY(%)	20.34	3.19	-4.88	4.54	8.65
净利润(百万元)	13,246.39	13,472.99	12,551.90	13,454.21	14,885.05
YoY(%)	27.79	1.71	-6.84	7.19	10.63
毛利率(%)	88.30	87.54	86.78	87.15	87.49
净利率(%)	43.81	43.19	42.30	43.37	44.16
ROE(%)	32.00	28.43	23.76	22.94	22.87
EPS(摊薄/元)	9.00	9.15	8.53	9.14	10.11
P/E(倍)	15.10	14.84	15.93	14.86	13.43
P/B(倍)	4.83	4.22	3.79	3.41	3.07

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk