

泸州老窖(000568)

报告日期: 2025年09月06日

中高档酒表现稳健，合同负债相对较优

——泸州老窖 25H1 业绩点评

投资要点

- **事件:** 25H1 实现收入 164.54 亿元，同比-2.67%；实现归母净利润 76.63 亿元，同比-4.54%；实现扣非归母净利润 76.50 亿元，同比-4.30%。25Q2 实现收入 71.02 亿元，同比-7.97%；实现归母净利润 30.70 亿元，同比-11.10%；实现扣非归母净利润 30.55 亿元，同比-11.24%。
- **中高档酒表现相对稳健，新兴渠道增长迅猛**
- 1) 分产品: 25H1 公司中高档酒/其他酒收入 150.48 亿元/13.50 亿元，分别同比-1.09%/-16.96%，其中中高档酒占比上升 1.46pct 至 91.45%。
- 2) 分渠道: 25H1 公司传统渠道运营模式/新兴渠道运营模式分别实现收入 154.65 亿元/9.32 亿元，分别同比-3.99%/+27.55%，其中传统渠道运营模式占比下降 1.34pct 至 94.32%，报告期内境内/境外经销商数量同比变动+2/+3 家。“百城计划”深入实施，“华东战略 2.0”持续推进，“特通渠道”跨界合作不断深化，“终端大基建”专项行动正式启动，市场攻坚不断深入，“五码合一”产品全国推广，经销商门户系统上线运行。
- **盈利能力&现金流略有承压，合同负债表现较优**
- 1) 25H1 毛/净利率同比-1.48/-0.90pct 至 87.09%/46.70%，25Q2 毛/净利率同比-0.95/-1.69pct 至 87.86%/43.26%。
- 2) 25H1 销售/管理费用率同比-0.41/-0.32pct 至 9.23%/3.11%，25Q2 分别同比-1.20/-0.12pct 至 10.58%/4.04%，25H1 广告宣传费同比-20.31%、促销费同比+11.20%。
- 3) 2025H1 合同负债同比变动+11.87 亿元至 35.29 亿元。
- 4) 2025H1 经营性净现金流 60.64 亿元，同比-26.27%。25Q2 经营性净现金流 27.57 亿元，同比-28.69%。
- **下半年主要工作措施**
- 1) 加强市场精耕深耕。制定市场精耕深耕中长期策略，系统推进县级以下市场的消费者培育，实现品牌白酒渠道下沉。
- 2) 持续推动产品创新。研发 28 度国窖 1573，适时投入市场。
- 3) 持续夯实核心基本盘。因应消费分化趋势，将资源向中高端大众主流产品倾斜，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，持续巩固大众市场定位。
- 4) 持续推动渠道转型。全面落地公司数智营销，进一步提升费效比；通过自建电商平台、深化与主流电商及即时零售平台的合作，积极构建线上线下融合的全渠道营销网络，强化对终端和消费者的直接触达能力。
- **盈利预测与估值**
- 我们看好渠道价盘管理能力较优下的长期业绩增长持续性，预计 2025~2027 年公司收入增速为-6.07%、3.18%、5.12%；归母净利润增速分别为-6.70%、4.10%、6.72%；EPS 分别为 8.54、8.89、9.49 元；PE 分别为 15.91、15.29、14.32 倍，维持买入评级。
- **风险提示:** 消费恢复不及预期；提价效果不及预期；国窖动销不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

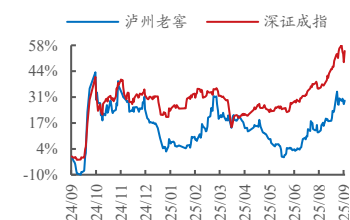
分析师: 张家楨
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
执业证书号: S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥135.90
总市值(百万元)	200,038.21
总股本(百万股)	1,471.95

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩符合预期，分红回报亮眼》 2025.05.05
- 2 《控速提价注重良性发展，销售回款承压》 2024.11.03
- 3 《24Q2 利润略低预期，税率影响盈利能力》 2024.09.01

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31196	29302	30234	31782
(+/-) (%)	3.19%	-6.07%	3.18%	5.12%
归母净利润	13473	12570	13086	13966
(+/-) (%)	1.71%	-6.70%	4.10%	6.72%
每股收益(元)	9.15	8.54	8.89	9.49
P/E	14.85	15.91	15.29	14.32

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	50856	52482	54199	55069
现金	33578	34115	36148	38108
交易性金融资产	1694	1694	1694	1694
应收账款	11	33	73	107
其它应收款	13	21	19	18
预付账款	124	155	156	134
存货	13393	12165	11957	11510
其他	2043	4298	4152	3498
非流动资产	17478	17776	17284	17103
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2801	2726	2745	2757
固定资产	9132	9054	8781	8607
无形资产	3418	3604	3721	3798
在建工程	807	646	517	413
其他	1320	1746	1521	1528
资产总计	68335	70258	71482	72172
流动负债	14277	11361	11599	12279
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1844	1794	1711	1642
预收账款	0	0	0	0
其他	12433	9567	9888	10638
非流动负债	6549	8009	7510	7356
长期借款	6280	6280	6280	6280
其他	270	1729	1230	1076
负债合计	20827	19370	19108	19635
少数股东权益	120	151	180	212
归属母公司股东权益	47389	50737	52194	52324
负债和股东权益	68335	70258	71482	72172

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19182	10645	14053	15911
净利润	13498	12602	13115	13999
折旧摊销	774	671	697	723
财务费用	(489)	(297)	(191)	(125)
投资损失	10	10	10	10
营运资金变动	5234	(3108)	31	890
其它	155	766	391	415
投资活动现金流	(1383)	(546)	(441)	(547)
资本支出	393	(349)	(208)	(358)
长期投资	(105)	83	(20)	(14)
其他	(1670)	(281)	(212)	(175)
筹资活动现金流	(10329)	(9562)	(11579)	(13404)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(3720)	0	0	0
其他	(6608)	(9562)	(11579)	(13404)
现金净增加额	7470	536	2033	1960

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	31196	29302	30234	31782
营业成本	3888	3782	3606	3461
营业税金及附加	4754	4194	4356	4657
营业费用	3538	3370	3447	3496
管理费用	1101	1172	1209	1271
研发费用	261	245	253	266
财务费用	(489)	(297)	(191)	(125)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	28	26	39	31
投资净收益	(10)	(10)	(10)	(10)
其他经营收益	45	46	49	46
营业利润	18207	16899	17632	18824
营业外收支	(2)	(15)	(21)	(13)
利润总额	18205	16884	17610	18811
所得税	4708	4282	4496	4813
净利润	13498	12602	13115	13999
少数股东损益	25	32	28	33
归属母公司净利润	13473	12570	13086	13966
EBITDA	18852	17658	18417	19609
EPS (最新摊薄)	9.15	8.54	8.89	9.49

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.19%	-6.07%	3.18%	5.12%
营业利润	2.05%	-7.18%	4.34%	6.76%
归属母公司净利润	1.71%	-6.70%	4.10%	6.72%
获利能力				
毛利率	87.54%	87.09%	88.07%	89.11%
净利率	43.27%	43.01%	43.38%	44.05%
ROE	30.26%	25.55%	25.35%	26.62%
ROIC	23.53%	21.79%	21.99%	23.19%
偿债能力				
资产负债率	30.48%	27.57%	26.73%	27.21%
净负债比率	45.89%	38.34%	40.72%	42.04%
流动比率	3.56	4.62	4.67	4.48
速动比率	2.62	3.55	3.64	3.55
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.42	0.43	0.44
应收账款周转率	2190.46	3194.07	4062.60	3402.40
应付账款周转率	1.85	2.08	2.06	2.06
每股指标(元)				
每股收益	9.15	8.54	8.89	9.49
每股经营现金	13.03	7.23	9.55	10.81
每股净资产	32.19	34.47	35.46	35.55
估值比率				
P/E	14.85	15.91	15.29	14.32
P/B	4.22	3.94	3.83	3.82
EV/EBITDA	5.38	9.73	9.24	8.60

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>