

泸州老窖 (000568.SZ)

2025 年核心经销客户会议召开，传递发展信心

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090001

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

执证编码：S0980525070005

事项：

事件：2025 年 9 月 8 日，泸州老窖 2025 年核心经销客户会议在天津召开，会议以“全面转型·客户共赢，坚定推进数字化营销”为主题，对目前白酒行业的机遇与挑战、未来消费趋势等进行了分析和研判；展望未来，明晰战略发展方向，传递出携手经销商战略共赢的信心。

国信食品饮料观点：公司组织管理禀赋突出，营销数智化转型至今成效逐步显现，当前国窖批价表现较为稳定，渠道考核机制优化下经销商利润得到改善，高度国窖在千元价位势能加强。短期看，今年中秋国庆预计是关键动销窗口，我们预计国窖在稳定价格的基础上通过渠道精耕、消费者费投增加等方式能够适当放量，稳固优势区域市场份额；同时大众价位产品的完善也减弱了国窖放量压力。中长期看，公司在各价位均有大单品布局，38 度国窖 1573 产品力突出，已形成较好的增长基础，有望受益于“轻商务”等场景趋势，具有较大的全国化扩张空间。维持此前收入及盈利预测，预计 2025-2027 年公司营业总收入 295.4/303.6/334.2 亿元，同比-5.3%/+2.8%/+10.1%；预计归母净利润 123.7/130.1/146.5 亿元，同比-8.2%/+5.2%/+12.6%；当前股价对应 25/26 年 16.6/15.8xPE，强调“优于大市”评级。

评论：

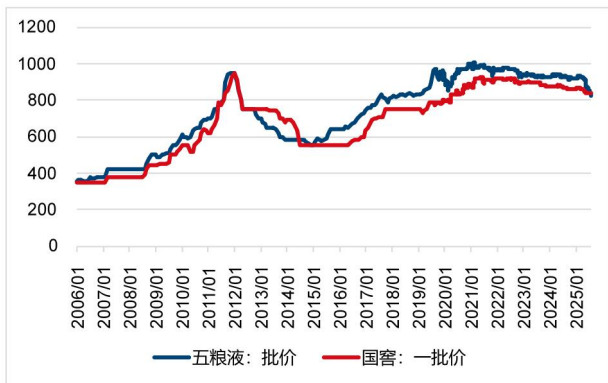
◆ 数字化转型成效初显，需求下行周期彰显韧性

公司于 2022 年来开启数智转型，不断完善和优化管理机制：2024 年公司数字化攻坚，渠道策略从做左侧“销售体系-渠道压货”转向右侧“消费者扫码开瓶拉动”，聚焦库存去化、稳定价值链；2025 年消费需求进一步减弱，公司灵活调整考核指标，形成经销商终端联盟，对开拓新商务客群、培育新消费者的行为多元化奖励，保证渠道合理利润水平和经销商信心。从结果上看，数字化对渠道的管理优势在第二季度以来逐步显现，高度国窖批价相对稳定，反映公司供需管理能力；后续公司将坚持实施优化数字化配额管理、强化数字化监管与风控等举措，夯实渠道管理优势。

◆ 公司产品布局完善、增长工具较多，建议关注旺季高度国窖量价表现

根据今日酒价，当前高度国窖 1573 批价在 835 元，在千元价位主流产品中价格表现较为稳定。市场担忧第八代五粮液性价比凸显后对国窖的动销量造成一定影响，我们认为两者各具优势，今年中秋国庆旺季动销表现或是关键点：一方面，五粮液品牌力突出，批价下降后社会库存预计较快去化，旺季礼赠场景性价比突出，动销速率有望改善；一方面，高低度国窖已分别形成西南、华北两大基地市场，通过精耕渠道、扩展终端、加大消费者端费投等促进动销开瓶，终端在数字化管理和利润支持下积极性预计也会同步提升。同时公司坚持维护国窖价盘稳定：数字化系统精准把控单点的价格、开瓶量及库存承载能力，可以在旺季适当放量获取份额；公司大众价位产品布局均衡，腰部特曲 60 版、老字号及头曲、新二曲有望在宴席、自饮场景放量贡献收入增长，缓解国窖放量压力。

图1：第八代五粮液&高度国窖批价情况



资料来源：今日酒价、百荣酒价，国信证券经济研究所整理

图2：公司重新推出二曲，与脱口秀演员徐志胜进行合作



资料来源：泸州老窖公众号，国信证券经济研究所整理

◆ 38 度国窖 1573 品牌力、产品力突出，看好中长期全国化发展空间

今年以来主流酒企在纷纷在 20+度白酒赛道进行产品布局，调整阶段内积极谋取中长期发展空间。我们认为 20~30 度尚未形成白酒主要消费度数带，短期空间有待市场和消费者检验。38 度国窖 1573 自 2001 年推出，发展至今品牌力、产品力得到认可，预计 2024 年收入体量约 100 亿元，同时形成了主流消费区和消费场景较好的发展基础：1) 公司自 1980 年代研发降度工艺，较好地解决了降度浑浊和风味缺失的问题；2) 2004 年在河北唐山、保定等场景聚焦运作，已在河北 600 元+价位带形成份额优势，我们预计 2024 年河北地区老窖收入市占率 16%左右；在嘉兴、湖州区域也有较好的 38 度国窖消费氛围；3) 中长期伴随白酒消费场景和需求恢复，预计商务和大众场景占据主导，理性饮酒诉求下中度或将更匹配“轻商务”的用酒需求，38 度在品质口碑和公司组织管理优势支撑下，全国化增长空间较大。

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

公司战略坚定，组织禀赋及管理优势突出，短期高度国窖价格势能较好、数字化持续优化带来厂商关系改善，中长期产品结构升级和渠道扩容具有弹性。维持此前收入及盈利预测，预计 2025-2027 年公司营业总收入 295.4/303.6/334.2 亿元，同比-5.3%/+2.8%/+10.1%；预计归母净利润 123.7/130.1/146.5 亿元，同比-8.2%/+5.2%/+12.6%；当前股价对应 25/26 年 16.6/15.8xPE，强调“优于大市”评级。

◆ 风险提示

宏观经济及需求复苏不及预期；消费税等产业政策；食品安全问题等。

表1：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	
			2025/9/11	2025/9/11	2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,522	19,060	862.3	938.01	22.1	20.3
000858.SZ	五粮液	优于大市	128	4,971	318.5	318.95	15.6	15.6
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	140	2,055	134.7	123.7	15.2	16.6
600809.SH	山西汾酒	优于大市	206	2,512	122.4	124.68	20.5	20.1
002304.SZ	洋河股份	中性	73	1,104	66.7	46.42	16.5	23.8
000799.SZ	酒鬼酒	中性	69	226	0.1	0.81	1806.8	279.0
600702.SH	舍得酒业	优于大市	67	222	3.5	6.20	64.2	35.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	174	922	55.2	56.49	16.7	16.3
603589.SH	口子窖	中性	34	206	16.6	13.22	12.4	15.6

603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	46	367	25.9	22.58	14.2	16.3
603369.SH	今世缘	优于大市	43	533	34.1	31.49	15.6	16.9
603919.SH	金徽酒	优于大市	23	114	3.9	4.00	29.5	28.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除泸州老窖外公司采用 Wind 一致预期

相关研究报告：

- 《泸州老窖（000568.SZ）-2025Q2 降速释放需求压力，税金率影响净利率表现》——2025-08-31
- 《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

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%	4.2%	4.7%	5.3%	现金净变动	8194	7626	(3255)	3524	3096
P/E	15.5	15.2	16.6	15.8	14.0	货币资金的期初余额	17758	25952	33578	30324	33848
P/B	5.0	4.3	4.0	3.8	3.5	货币资金的期末余额	25952	33578	30324	33848	36944
EV/EBITDA	12.7	12.3	13.0	12.3	11.0	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所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