

分析师: 刘冉
登记编码: S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

主业营收减少, 并伴随结构下沉

——泸州老窖(000568)2025 年中报点评

证券研究报告-年报点评

谨慎增持(维持)

市场数据(2025-09-15)

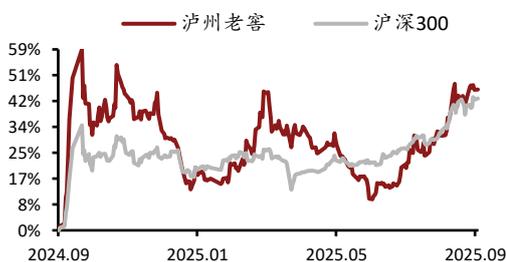
收盘价(元)	139.10
一年内最高/最低(元)	159.00/100.02
沪深 300 指数	4,533.06
市净率(倍)	4.40
流通市值(亿元)	2,043.61

发布日期: 2025 年 09 月 16 日

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	31.62
每股经营现金流(元)	4.12
毛利率(%)	87.09
净资产收益率_摊薄(%)	16.46
资产负债率(%)	33.49
总股本/流通股(万股)	147,195.15/146,916.49
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《泸州老窖(000568)年报点评: 一季度环比改善, 销售增长中枢下沉》 2025-05-09

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点:

- 公司发布 2025 年中报: 2025 年上半年, 公司实现营收 164.54 亿元, 同比增-2.67%; 实现归母扣非净利润 76.5 亿元, 同比增-4.3%。
- 主业营收同比减少, 并伴随结构下沉。2025 年上半年, 公司实现酒类营收 163.97 亿元, 同比增-2.62%。其中, 中高档酒录得营收 150.48 亿元, 同比增-1.09%; 同期, 中高档酒的销量同比增 13.33%, 销量增长与营收差异较大, 故我们判断主营结构下沉。此外, 二季度营收增长恶化: 20251Q、20252Q 公司营收分别同比增 1.78%、-7.97%, 二季度营收增长转负。
- 主业成本升高, 原料、人工及制造等各项成本升高幅度较大。2025 年上半年, 酒类的原料成本同比增 10.07%, 工人工资增 14.53%, 制造成本增 7.32%, 酒类生产中的各项成本同比增幅较大。其中, 中高档酒的当期成本同比增 14.65%, 在收入减少的同时成本大幅升高。
- 主业毛利率下滑。主业收入减少的同时成本大幅升高, 此外酒类结构也有一定程度下沉, 上述因素共同导致本期酒类毛利率同比降 1.47 个百分点至 87.18%。其中, 中高档白酒的毛利率同比降 1.23 个百分点至 91.03%; 其它酒的毛利率同比降 10.55 个百分点至 44.33%。
- 广宣费用削减, 促销费用增加。2025 年上半年, 公司的销售费用同比减少 6.86%, 销售费率同比下降 0.41 个百分点至 9.23%。销售费用中, 广告宣传费用被大幅削减, 本期减少 20.31%; 而增加了促销方面的投入, 本期促销费用增 11.2%。此外, 本期管理研发费率同比降 0.32 个百分点。尽管控费严格, 但由于毛利率下滑较多, 本期净利率下滑 0.9 个百分点至 46.7%。
- 投资评级: 我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益为 8.73 元、9.13 元和 9.71 元, 参照 9 月 15 日收盘价 139.1 元, 对应的市盈率分别为 14.57 倍、13.93 倍和 13.1 倍, 维持公司“谨慎增持”

评级。

风险提示：白酒消费不足，销售增长持续走弱；同时，产品结构一并下沉，导致厂商的盈利能力削弱。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	30,233	31,196	30,416	31,268	32,550
增长比率（%）	20.34	3.19	-2.50	2.80	4.10
净利润（百万元）	13,246	13,473	12,851	13,443	14,287
增长比率（%）	27.79	1.71	-4.61	4.61	6.28
每股收益(元)	9.00	9.15	8.73	9.13	9.71
市盈率(倍)	14.13	13.89	14.57	13.93	13.10

资料来源：中原证券研究所，聚源

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	45,358	50,856	53,553	56,847	61,111
现金	25,952	33,578	35,035	37,612	40,978
应收票据及应收账款	17	11	12	13	14
其他应收款	23	13	17	20	22
预付账款	202	124	132	131	131
存货	11,622	13,393	14,363	14,774	15,387
其他流动资产	7,542	3,737	3,993	4,297	4,579
非流动资产	17,936	17,478	18,145	18,974	19,762
长期投资	2,708	2,801	2,881	2,941	2,981
固定资产	8,613	9,132	9,422	9,771	10,171
无形资产	3,398	3,418	3,614	3,760	3,825
其他非流动资产	3,217	2,127	2,228	2,502	2,784
资产总计	63,294	68,335	71,697	75,821	80,873
流动负债	10,071	14,277	16,138	16,534	17,062
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,357	1,844	1,907	1,911	1,939
其他流动负债	7,714	12,433	14,231	14,623	15,123
非流动负债	11,692	6,549	3,537	2,537	2,037
长期借款	10,000	6,280	3,280	2,280	1,780
其他非流动负债	1,692	270	257	257	257
负债合计	21,763	20,827	19,675	19,071	19,099
少数股东权益	140	120	144	168	194
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
资本公积	5,185	5,366	5,366	5,366	5,366
留存收益	35,288	40,812	45,308	50,011	55,010
归属母公司股东权益	41,391	47,389	51,878	56,581	61,580
负债和股东权益	63,294	68,335	71,697	75,821	80,873

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10,648	19,182	13,505	14,417	15,135
净利润	13,289	13,498	12,876	13,468	14,313
折旧摊销	677	783	852	901	927
财务费用	324	302	202	121	91
投资损失	-85	-148	-76	-94	-130
营运资金变动	-3,844	4,498	-526	10	-69
其他经营现金流	288	249	177	11	3
投资活动现金流	-1,268	-1,383	-1,978	-1,980	-1,890
资本支出	-1,432	-1,177	-1,614	-1,683	-1,679
长期投资	107	-281	-430	-390	-340
其他投资现金流	57	75	66	93	129
筹资活动现金流	-1,218	-10,329	-10,070	-9,861	-9,879
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	6,821	-3,720	-3,000	-1,000	-500
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	385	180	0	0	0
其他筹资现金流	-8,425	-6,789	-7,070	-8,861	-9,379
现金净增加额	8,164	7,475	1,457	2,576	3,366

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,233	31,196	30,416	31,268	32,550
营业成本	3,537	3,888	4,137	4,221	4,362
营业税金及附加	4,133	4,754	4,562	4,628	4,687
营业费用	3,974	3,538	3,589	3,596	3,646
管理费用	1,139	1,101	1,034	1,001	1,009
研发费用	226	261	262	263	267
财务费用	-371	-489	-503	-510	-586
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	54	44	40	47	49
公允价值变动收益	63	28	0	0	0
投资净收益	85	-10	76	94	130
资产处置收益	45	1	0	0	0
营业利润	17,842	18,207	17,453	18,212	19,347
营业外收入	36	24	26	28	24
营业外支出	72	26	32	41	29
利润总额	17,806	18,205	17,447	18,199	19,342
所得税	4,517	4,708	4,571	4,732	5,029
净利润	13,289	13,498	12,876	13,468	14,313
少数股东损益	42	25	24	24	26
归属母公司净利润	13,246	13,473	12,851	13,443	14,287
EBITDA	17,956	18,483	17,796	18,591	19,683
EPS (元)	9.00	9.15	8.73	9.13	9.71

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	20.34	3.19	-2.50	2.80	4.10
营业利润 (%)	28.85	2.05	-4.14	4.35	6.23
归属母公司净利润 (%)	27.79	1.71	-4.61	4.61	6.28
获利能力					
毛利率 (%)	88.30	87.54	86.40	86.50	86.60
净利率 (%)	43.81	43.19	42.25	42.99	43.89
ROE (%)	32.00	28.43	24.77	23.76	23.20
ROIC (%)	24.27	22.99	20.81	20.51	20.30
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.38	30.48	27.44	25.15	23.62
净负债比率 (%)	52.40	43.84	37.82	33.61	30.92
流动比率	4.50	3.56	3.32	3.44	3.58
速动比率	3.31	2.60	2.40	2.51	2.65
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.47	0.43	0.42	0.42
应收账款周转率	2583.95	2190.46	2660.97	2512.20	2367.64
应付账款周转率	1.52	1.85	2.21	2.21	2.27
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	9.00	9.15	8.73	9.13	9.71
每股经营现金流 (最新摊薄)	7.23	13.03	9.18	9.79	10.28
每股净资产 (最新摊薄)	28.12	32.19	35.24	38.44	41.84
估值比率					
P/E	14.13	13.89	14.57	13.93	13.10
P/B	4.52	3.95	3.61	3.31	3.04
EV/EBITDA	13.91	8.67	9.00	8.43	7.76

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。