

# 泸州老窖 (000568)

## 2025 年三季报点评：经营稳健，有序出清 买入（维持）

2025 年 10 月 31 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

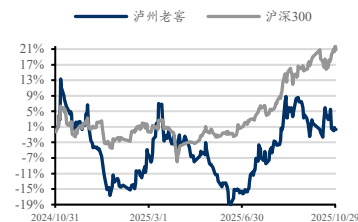
suny@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A  | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 30,233 | 31,196 | 26,519  | 27,167 | 30,242 |
| 同比（%）         | 20.34  | 3.19   | (14.99) | 2.44   | 11.32  |
| 归母净利润（百万元）    | 13,246 | 13,473 | 11,143  | 11,323 | 12,519 |
| 同比（%）         | 27.79  | 1.71   | (17.29) | 1.61   | 10.56  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 9.00   | 9.15   | 7.57    | 7.69   | 8.50   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 14.43  | 14.19  | 17.16   | 16.88  | 15.27  |

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年三季报。25Q1~3 收入实现 231.3 亿元，同比-4.8%；归母净利 107.6 亿元，同比-7.2%；25Q3 收入实现 66.7 亿元，同比-9.8%；归母净利 31.0 亿元，同比-13.1%。
- **25Q3 出清整固，顺势而为。**2025 年公司围绕“蓄势攻坚，精耕细作稳增长；顺势而为，改革创新谋发展”的发展主题，深入实施“百城计划”“华东战略 2.0”及“终端大基建”等专项行动。25Q3 公司主力产品渠道秩序保持稳定，回款推进顺势而为，其中低度国窖动销保持较好态势，高度国窖囿于外部环境限制，主动推进稳价去库，批价稳定性好于同价位其他竞品。25Q3 公司酒类收入同比-9.8%，估算各产品增速组合较 25H1 基本一致，其中国窖同比双位数下滑，收入占比波动不大；特曲 60 同比略降，老字号同比保持增长，窖龄同比企稳；头曲同比微增，但其他低档酒仍处调整阶段。
- **收现表现好于收入，净利率小幅回落。**1) **收现端：**25Q3 公司销售收现同比-1.8%，主系应收票据使用略有收紧，预收款高位亦有增长，Q3 合同负债余额同比+11.8 亿元、环比+3.1 亿元。2) **利润端：**25Q3 公司销售净利率同降 1.5pct 至 46.6%，环比 25H1 基本持平，同比下降主系毛销差拖累。① 25Q3 综合毛利率同比-1.0pct 至 87.2%，与产品结构略下移有关。② 25Q3 销售费用支出相对稳定，费用同比+3.6%，费率同比+1.7pct，年内浓香出海 110 周年品牌活动、国窖之旅及红包开瓶费用仍保持投放力度。
- **经营稳健，有序出清。**公司积极应对市场调整，实施一系列市场组合拳：① **加强市场深耕精耕，**把握县域及部分村镇消费者需求增加机遇，2025 年公司春耕计划重点扩张核心终端，未来 5 年规划将终端数量从 50 万拓展至 400 万家。② **推动产品创新，**顺应低度化、健康化、利口化、多元化需求，开发储备 28、16、6 度等产品，低度产品将提供更丰富的风味口感。③ **夯实核心基本盘，**陆续将资源向特曲 60 版、特曲、头曲等中高端产品倾斜，并焕新推出光瓶酒二曲。④ **推动渠道转型，**全面落地数字营销，优化费用投放及库存价盘管理，并实现线上线下全渠道融合，2025 年泸州老窖持续推进“经销商和终端战略共赢计划”，并将注重平衡各渠道盈利分配。
- **盈利预测与投资评级：**公司对行业周期具有前瞻预判，已提前做数字营销、终端下沉等应对，库存及价盘管控保持稳健，本轮穿越周期能力显著强于 2013~14 年。当前公司产品渠道库存保持良性，报表压力相对可控，预计经过年底节奏的进一步优化调控，后续经营连贯性将更优。参考 2025 年前三季度财报情况，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 111、113、125 亿元（前值 122、127、141 亿元），同比-17%、+2%、+11%，当前市值对应 PE 为 17、17、15x，对应 2025 股息率为 4.4%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济向好不确定性，白酒商务场景重构及修复不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元)        | 129.88        |
| 一年最低/最高价      | 106.75/156.00 |
| 市净率(倍)        | 3.85          |
| 流通 A 股市值(百万元) | 190,851.68    |
| 总市值(百万元)      | 191,177.06    |

### 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 33.75    |
| 资产负债率(% LF) | 23.93    |
| 总股本(百万股)    | 1,471.95 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,469.45 |

### 相关研究

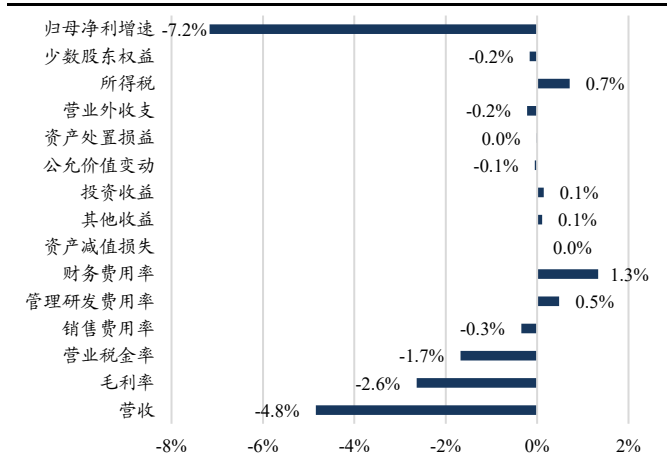
《泸州老窖(000568)：2025 年中报点评：强基固本，蓄势攻坚》

2025-08-31

《泸州老窖(000568)：理性应对转型阵痛，积极作为抢占机遇》

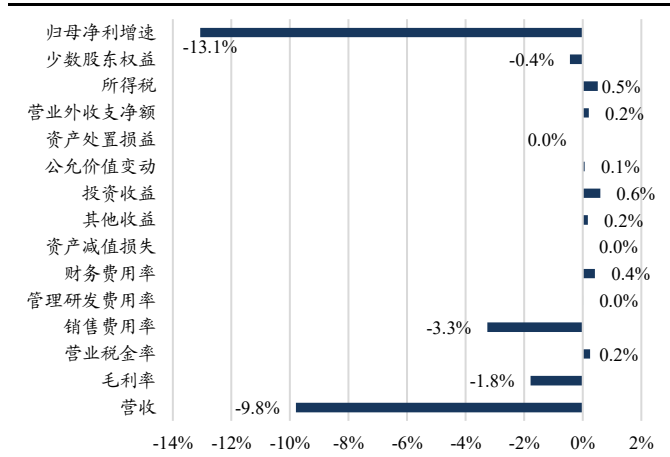
2025-06-29

图1: 25Q1~3 泸州老窖归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 25Q3 泸州老窖归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

## 泸州老窖三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |               |               |               |               | 利润表 (百万元)       |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |                 | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>50,856</b> | <b>48,305</b> | <b>48,783</b> | <b>53,533</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>31,196</b> | <b>26,519</b> | <b>27,167</b> | <b>30,242</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 35,273        | 33,845        | 31,412        | 36,429        | 营业成本(含金融类)      | 3,888         | 3,756         | 4,009         | 4,485         |
| 经营性应收款项          | 1,937         | 1,437         | 1,268         | 1,215         | 税金及附加           | 4,754         | 3,925         | 3,958         | 4,497         |
| 存货               | 13,393        | 12,705        | 15,712        | 15,437        | 销售费用            | 3,538         | 3,175         | 3,228         | 3,469         |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 1,101         | 995           | 1,047         | 1,142         |
| 其他流动资产           | 254           | 318           | 390           | 452           | 研发费用            | 261           | 222           | 227           | 253           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>17,478</b> | <b>19,618</b> | <b>21,756</b> | <b>23,709</b> | 财务费用            | (489)         | (525)         | (478)         | (404)         |
| 长期股权投资           | 2,801         | 2,531         | 2,597         | 2,645         | 加:其他收益          | 44            | 27            | 34            | 33            |
| 固定资产及使用权资产       | 9,161         | 10,356        | 11,796        | 13,300        | 投资净收益           | (10)          | 53            | 52            | 55            |
| 在建工程             | 807           | 1,404         | 1,952         | 2,226         | 公允价值变动          | 28            | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 3,418         | 3,617         | 3,655         | 3,636         | 减值损失            | 2             | 17            | 20            | 23            |
| 商誉               | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产处置收益          | 1             | 19            | 14            | 12            |
| 长期待摊费用           | 2             | 2             | 2             | 2             | <b>营业利润</b>     | <b>18,207</b> | <b>15,086</b> | <b>15,295</b> | <b>16,925</b> |
| 其他非流动资产          | 1,289         | 1,709         | 1,754         | 1,901         | 营业外净收支          | (2)           | 0             | (12)          | (5)           |
| <b>资产总计</b>      | <b>68,335</b> | <b>67,923</b> | <b>70,539</b> | <b>77,242</b> | <b>利润总额</b>     | <b>18,205</b> | <b>15,086</b> | <b>15,283</b> | <b>16,920</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>14,277</b> | <b>11,459</b> | <b>10,526</b> | <b>13,178</b> | 减:所得税           | 4,708         | 3,922         | 3,934         | 4,377         |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 3,277         | 1,146         | 846           | 746           | <b>净利润</b>      | <b>13,498</b> | <b>11,164</b> | <b>11,349</b> | <b>12,543</b> |
| 经营性应付款项          | 1,844         | 2,443         | 1,818         | 3,713         | 减:少数股东损益        | 25            | 21            | 26            | 25            |
| 合同负债             | 3,978         | 2,629         | 2,807         | 3,139         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>13,473</b> | <b>11,143</b> | <b>11,323</b> | <b>12,519</b> |
| 其他流动负债           | 5,178         | 5,241         | 5,056         | 5,580         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 9.15          | 7.57          | 7.69          | 8.50          |
| 非流动负债            | 6,549         | 6,549         | 6,549         | 6,549         | EBIT            | 17,700        | 14,457        | 14,713        | 16,407        |
| 长期借款             | 6,280         | 6,280         | 6,280         | 6,280         | EBITDA          | 18,483        | 15,260        | 15,635        | 17,405        |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 87.54         | 85.84         | 85.24         | 85.17         |
| 租赁负债             | 25            | 25            | 25            | 25            | 归母净利率(%)        | 43.19         | 42.02         | 41.68         | 41.39         |
| 其他非流动负债          | 245           | 245           | 245           | 245           | 收入增长率(%)        | 3.19          | (14.99)       | 2.44          | 11.32         |
| <b>负债合计</b>      | <b>20,827</b> | <b>18,009</b> | <b>17,076</b> | <b>19,728</b> | 归母净利润增长率(%)     | 1.71          | (17.29)       | 1.61          | 10.56         |
| 归属母公司股东权益        | 47,389        | 49,774        | 53,297        | 57,323        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 120           | 140           | 166           | 191           |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>47,508</b> | <b>49,914</b> | <b>53,463</b> | <b>57,514</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>68,335</b> | <b>67,923</b> | <b>70,539</b> | <b>77,242</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表 (百万元) |          |          |         |         | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|----------|----------|---------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2024A    | 2025E    | 2026E   | 2027E   |                 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流     | 19,182   | 12,306   | 9,077   | 16,824  | 每股净资产(元)        | 32.19 | 33.82 | 36.21 | 38.94 |
| 投资活动现金流     | (1,383)  | (3,018)  | (3,638) | (3,576) | 最新发行在外股份(百万股)   | 1,472 | 1,472 | 1,472 | 1,472 |
| 筹资活动现金流     | (10,329) | (11,203) | (8,415) | (8,907) | ROIC(%)         | 23.81 | 18.69 | 18.52 | 19.43 |
| 现金净增加额      | 7,475    | (1,915)  | (2,976) | 4,341   | ROE-摊薄(%)       | 28.43 | 22.39 | 21.24 | 21.84 |
| 折旧和摊销       | 783      | 803      | 922     | 999     | 资产负债率(%)        | 30.48 | 26.51 | 24.21 | 25.54 |
| 资本开支        | (1,177)  | (2,775)  | (2,947) | (2,749) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 14.19 | 17.16 | 16.88 | 15.27 |
| 营运资本变动      | 4,498    | 390      | (3,537) | 3,029   | P/B (现价)        | 4.03  | 3.84  | 3.59  | 3.34  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>