

控量稳价 逐步出清

2025 年 11 月 02 日

► **事件：**公司于 10 月 30 日发布 2025 年三季报，25 年 Q1-3 公司累计实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 231.27/107.62/107.42 亿元，同比-4.84%/-7.17%/-7.12%，其中单 25Q3 实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 66.74/30.99/30.92 亿元，同比-9.80%/-13.07%/-13.41%，在行业需求疲软，三季报同业大幅出清的背景下，公司表现出较强的业绩抗压力和经营韧性，逐步有序出清。

► **千元价格带国窖承压，以老字号特曲为代表的腰部以下产品表现优于大盘。**
产品方面，公司坚持下行期控量稳价策略不动摇，高度国窖年内批价稳定，三季度以来与同价位带竞品价格错位，或将影响短期动销开瓶。低度国窖因河北、环太湖基地市场根基扎实，年内表现或好于高度。以老字号特曲为代表的腰部产品更加顺应当下消费环境，特曲 60 版因商务属性较强或受政策影响较大，头曲二季度控货后三季度回款改善，二曲铺货汇量贡献增量。**渠道方面**，以“五码合一”为抓手，逐步实现以开瓶扫码率为前提的费用兑付机制，优化渠道利益分配链条，同时加强电商平台的合作和自建，增加消费者触达。

► **结构下移毛利率承压，成本、费用端的规模效应缩水等多因素共同拖累盈利中枢。**25Q1-3/25Q3 毛利率分别为 87.11%/87.17%，同比-1.32/-0.95pcts，主要系高端产品回款不畅，吨价结构下移所致。25Q1-3 销售/管理费用率分别为 10.46%/2.95%，同比+0.17/-0.21pcts，25Q3 分别为 13.50%/3.80%，同比+1.74/+0.26pcts，市场费用确认有滞后性且营收下滑费用端的规模效应缩水，费率提升。25Q1-3/25Q3 税金及附加率 12.11%/9.26%，同比+0.84/-0.13pcts 相对稳定，25Q1-3/25Q3 归母净利率分别为 46.54%/46.44%，同比-1.17/-1.75pcts。

► **业绩蓄水池稳定，考虑预收款变化后的实际增速和营收匹配。**截至 25Q3 期末合同负债 38.38 亿元，同比 +44.60%，25Q1/Q2/Q3 期内分别 -9.12/+4.64/+3.09 亿元，属于季度间的正常波动。用“单季度营收+Δ 合同负债”核算真实营收，以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动，25Q3 真实营收 69.82 亿元，同比-9.45%，匹配同期营收增速。

► **投资建议：**公司组织优势突出，产品矩阵完备，下行期控量稳健有序出清，中长期下数字化改革有望释放管理效能。预计公司 25-27 年分别实现营业收入 271/272/284 亿元，同比-13.2%/+0.3%/+4.5%，归母净利润 114/116/123 亿元，同比-15.4%/+2.1%/+5.8%，当前股价对应 PE 分别为 17/17/16 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**税收等产业政策调整的不确定性风险；千元价格带竞争加剧；供需不均衡导致的批发价格波动风险；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	31,196	27,078	27,160	28,382
增长率 (%)	3.2	-13.2	0.3	4.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,473	11,404	11,646	12,326
增长率 (%)	1.7	-15.4	2.1	5.8
每股收益 (元)	9.15	7.75	7.91	8.37
PE	15	17	17	16
PB	4.2	4.0	3.6	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

134.54 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

邮箱：sunran@glms.com.cn

相关研究

1. 泸州老窖 (000568.SZ) 2025 年半年报点评：产品矩阵协同发力 稳健经营长期主义-2025/08/31
2. 泸州老窖 (000568.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：稳健经营，分红规划塑信心-2025/04/29
3. 泸州老窖 (000585.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 降速舒压，坚持长期主义-2024/10/31
4. 泸州老窖 (000585.SZ) 2024 年中报点评：广宣税金拖累净利水平 阶段调整坚持长期主义-2024/08/31
5. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩稳健高增，产品升级延续-2024/04/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	31,196	27,078	27,160	28,382
营业成本	3,888	3,702	3,680	3,695
营业税金及附加	4,754	4,389	4,305	4,342
销售费用	3,538	3,141	3,256	3,491
管理费用	1,101	994	989	1,008
研发费用	261	217	216	230
EBIT	17,700	14,678	14,757	15,658
财务费用	-489	-771	-1,011	-951
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-10	81	81	85
营业利润	18,207	15,547	15,862	16,707
营业外收支	-2	-10	-10	3
利润总额	18,205	15,537	15,852	16,710
所得税	4,708	4,097	4,169	4,345
净利润	13,498	11,440	11,683	12,365
归属于母公司净利润	13,473	11,404	11,646	12,326
EBITDA	18,483	15,481	15,598	16,537

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	33,578	39,699	37,938	40,939
应收账款及票据	11	16	16	16
预付款项	124	217	224	225
存货	13,393	12,231	12,160	12,210
其他流动资产	3,750	3,182	3,181	3,244
流动资产合计	50,856	55,345	53,520	56,634
长期股权投资	2,801	2,801	2,801	2,801
固定资产	9,132	9,668	10,225	10,796
无形资产	3,418	3,518	3,538	3,558
非流动资产合计	17,478	18,582	19,201	19,821
资产合计	68,335	73,927	72,721	76,455
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,844	1,507	1,600	1,668
其他流动负债	12,433	19,162	13,594	12,466
流动负债合计	14,277	20,669	15,194	14,134
长期借款	6,280	2,780	2,780	2,780
其他长期负债	270	249	249	249
非流动负债合计	6,549	3,029	3,029	3,029
负债合计	20,827	23,698	18,223	17,163
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
少数股东权益	120	156	193	232
股东权益合计	47,508	50,229	54,498	59,292
负债和股东权益合计	68,335	73,927	72,721	76,455

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.19	-13.20	0.30	4.50
EBIT 增长率	2.44	-17.07	0.54	6.10
净利润增长率	1.71	-15.36	2.12	5.84
盈利能力 (%)				
毛利率	87.54	86.33	86.45	86.98
净利率	43.19	42.11	42.88	43.43
总资产收益率 ROA	19.72	15.43	16.01	16.12
净资产收益率 ROE	28.43	22.77	21.45	20.87
偿债能力				
流动比率	3.56	2.68	3.52	4.01
速动比率	2.47	2.01	2.61	3.02
现金比率	2.35	1.92	2.50	2.90
资产负债率 (%)	30.48	32.06	25.06	22.45
经营效率				
应收账款周转天数	0.16	0.18	0.21	0.20
存货周转天数	1158.06	1246.02	1193.01	1187.09
总资产周转率	0.47	0.38	0.37	0.38
每股指标 (元)				
每股收益	9.15	7.75	7.91	8.37
每股净资产	32.19	34.02	36.89	40.12
每股经营现金流	13.03	12.66	5.01	8.36
每股股利	5.95	5.04	5.14	5.44
估值分析				
PE	15	17	17	16
PB	4.2	4.0	3.6	3.4
EV/EBITDA	9.37	11.18	11.10	10.47
股息收益率 (%)	4.42	3.74	3.82	4.05

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	13,498	11,440	11,683	12,365
折旧和摊销	783	803	841	879
营运资金变动	4,498	6,025	-5,410	-1,174
经营活动现金流	19,182	18,639	7,368	12,309
资本开支	-1,177	-1,686	-1,448	-1,473
投资	-281	-30	0	0
投资活动现金流	-1,383	-1,911	-1,367	-1,388
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,025	-1,500	0	0
筹资活动现金流	-10,329	-10,607	-7,763	-7,920
现金净流量	7,475	6,121	-1,761	3,000

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048