

泸州老窖(000568)

报告日期: 2025 年 11 月 04 日

坚定维护价盘，持续出清调整

——泸州老窖 25Q3 业绩点评

投资要点

- 事件: 25Q1-3 实现收入 231.27 亿元, 同比-4.84%; 实现归母净利润 107.62 亿元, 同比-7.17%; 实现扣非归母净利润 107.42 亿元, 同比-7.11%。25Q3 实现收入 66.74 亿元, 同比-9.8%; 实现归母净利润 30.99 亿元, 同比-13.07%; 实现扣非归母净利润 30.92 亿元, 同比-13.41%。
- 坚定维护国窖价盘稳定, 陆续将资源向中高端大众主流产品倾斜
 - 1) 行业趋势判断: 当前, 中国白酒行业正处于新一轮调整周期, 行业整体呈现出“量减质升”的发展态势, 白酒行业已摆脱过去“产能扩张”的发展模式, 正向“品质提升、品牌影响、文化表达、价值创造”转变。
 - 2) 产品策略: ①国窖 1573 坚持“浓香国酒”品牌定位, 坚定维护价盘稳定, 体现品牌价值, 牢牢站位中国高端白酒第一集团地位不动摇。②应消费分化趋势, 公司陆续将资源向特曲 60 版、特曲、头曲等中高端大众主流产品倾斜, 持续巩固大众市场地位。同时, 公司积极布局高增长的光瓶酒赛道, 全新的泸州老窖二曲产品目前已经开展试点推广, 力争发挥好公司完整价格带金字塔型产品体系更好的整体竞争优势。③此外面对当前低度化、健康化、利口化、多元化等产品需求, 公司将继续推进 38°产品发展。
 - 3) 市场策略: 25Q1-3 西南、华北、华东作为公司主销市场, 依托品牌底蕴与消费基础, 以及市场深耕、品牌全渠道运营等措施, 稳健发展, 各区域与公司整体状况基本同步。下一步公司仍将继续坚持“2358+100”的区域策略, 进一步加强基地市场深耕、精耕, 巩固和扩大公司基地市场优势。
 - 4) 渠道策略: 公司注重渠道合作伙伴的利益, 与合作伙伴共同发展是公司的企业理念之一。公司将根据当前的市场环境, 持续优化控盘分利模式, 充分考虑渠道合理利润。
 - 5) 费用投放策略: 近年来, 公司继续深化公司数智营销体系建设, 进一步提高公司营销费用投放的精准性, 提高费效比。未来, 公司会持续加强在品牌塑造和消费者建设的投入, 费用率会保持在相对合理的水平。
- 盈利能力&现金流略有承压, 合同负债表现较优
 - 1) 25Q1-3 毛/净利率同比-1.32/-1.09pct 至 87.11%/46.67%, 25Q3 毛/净利率同比-0.95/-1.52pct 至 87.17%/46.62%。
 - 2) 25Q1-3 销售/管理费用率同比+0.17/-0.24pct 至 10.46%/3.5%, 25Q3 分别同比+1.74pct/持平至 13.50%/4.45%。
 - 3) 2025Q1-3 合同负债同比变动+11.84 亿元至 38.38 亿元。
 - 4) 2025Q1-3 经营性净现金流 98.23 亿元, 同比-21.2%。25Q3 经营性净现金流 37.58 亿元, 同比-11.36%。
- 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-12.61%、3.17%、6.73%; 归母净利润增速分别为-14.42%、3.96%、8.67%; EPS 分别为 7.83、8.14、8.85 元; PE 分别为 16.99、16.34、15.04 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)

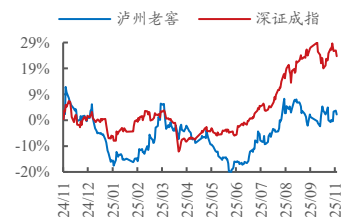
分析师: 张家祯
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥ 133.10
总市值(百万元)	195,916.75
总股本(百万股)	1,471.95

股票走势图



相关报告

- 1 《中高档酒表现稳健, 合同负债相对较优》 2025.09.07
- 2 《业绩符合预期, 分红回报亮眼》 2025.05.05
- 3 《控速提价注重良性发展, 销售回款承压》 2024.11.03

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31196	27263	28128	30020
(+/-) (%)	3.19%	-12.61%	3.17%	6.73%
归母净利润	13473	11531	11987	13027
(+/-) (%)	1.71%	-14.42%	3.96%	8.67%
每股收益(元)	9.15	7.83	8.14	8.85
P/E	14.54	16.99	16.34	15.04

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	51347	51981	51964
现金	33578	33066	33951	34805
交易性金融资产	1694	1694	1694	1694
应收账款	11	33	72	106
其它应收款	13	19	18	17
预付账款	124	154	156	136
存货	13393	12083	11937	11707
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	69123	69264	69066
流动负债	14277	11269	11524	12259
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1844	1782	1708	1670
预收账款	0	0	0	0
其他	12433	9487	9816	10589
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	19278	19034	19615
少数股东权益	120	149	175	205
归属母公司股东权	47389	49697	50056	49246
负债和股东权益	68335	69123	69264	69066

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19182	9604	12930	14846
净利润	13498	11560	12013	13057
折旧摊销	774	671	697	723
财务费用	(489)	(289)	(167)	(84)
投资损失	10	10	10	10
营运资金变动	5234	(3197)	47	941
其它	155	849	328	198
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)	(9570)	(11603)	(13446)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(3720)	0	0	0
其他	(6608)	(9570)	(11603)	(13446)
现金净增加额	7470	(513)	885	853

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	31196	27263	28128	30020
营业成本	3888	3756	3600	3520
营业税金及附加	4754	3902	4052	4399
营业费用	3538	3135	3207	3302
管理费用	1101	1091	1125	1141
研发费用	261	228	235	251
财务费用	(489)	(289)	(167)	(84)
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	15502	16153	17559
营业外收支	(2)	(15)	(21)	(13)
利润总额	18205	15487	16132	17546
所得税	4708	3928	4118	4489
净利润	13498	11560	12013	13057
少数股东损益	25	29	26	31
归属母公司净利润	13473	11531	11987	13027
EBITDA	18852	16270	16962	18386
EPS (最新摊薄)	9.15	7.83	8.14	8.85

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.19%	-12.61%	3.17%	6.73%
营业利润	2.05%	-14.85%	4.20%	8.70%
归属母公司净利润	1.71%	-14.42%	3.96%	8.67%
获利能力				
毛利率	87.54%	86.22%	87.20%	88.27%
净利率	43.27%	42.40%	42.71%	43.49%
ROE	30.26%	23.69%	23.96%	26.14%
ROIC	23.53%	20.37%	20.93%	22.85%
偿债能力				
资产负债率	30.48%	27.89%	27.48%	28.40%
净负债比率	45.89%	38.52%	40.88%	42.08%
流动比率	3.56	4.56	4.51	4.24
速动比率	2.62	3.48	3.47	3.28
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.40	0.41	0.43
应收账款周转率	2190.46	3056.73	4062.49	3423.23
应付账款周转率	1.85	2.07	2.06	2.08
每股指标(元)				
每股收益	9.15	7.83	8.14	8.85
每股经营现金	13.03	6.52	8.78	10.09
每股净资产	32.19	33.76	34.01	33.46
估值比率				
P/E	14.54	16.99	16.34	15.04
P/B	4.13	3.94	3.91	3.98
EV/EBITDA	5.38	10.37	9.92	9.13

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>