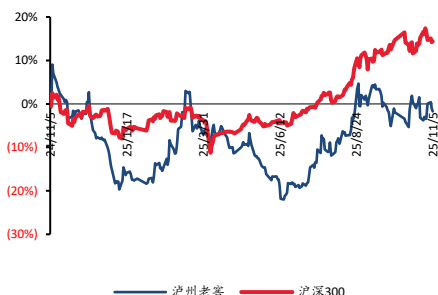


泸州老窖：三季度需求承压，报表压力逐步释放

走势比较



股票数据

总股本/流通 (亿股)	14.72/14.69
总市值/流通 (亿元)	1,945.48/1,942.17
12 个月内最高/最低价 (元)	156/106.75

相关研究报告

<<泸州老窖：扎实经营，行稳致远>>--2025-04-30

<<泸州老窖：Q3 市场需求疲软环比降速，国窖稳健增长>>--2024-10-31

<<泸州老窖：Q2 调整节奏稳增长，税负拖累盈利表现>>--2024-09-04

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

事件：泸州老窖发布 2025 年三季报，2025Q1-3 公司实现营业收入 231.13 亿元，同比-4.8%，实现归母净利润 107.62 亿元，同比-7.1%，扣非净利润 107.42 亿元，同比-7.1%；其中 2025Q3 公司实现营业收入 66.74 亿元，同比-9.8%，归母净利润 30.99 亿元，同比-13.1%，扣非归母净利润 30.82 亿元，同比-13.4%。

行业承压期控货挺价，结构保持稳健。产品方面，前三季度国窖 1573 整体有所下滑，其中低度产品表现优于高度产品，特曲 60 版受商务消费影响小幅下滑，老字号特曲保持增长，窖龄酒 30 年回款改善带动窖龄系列整体小幅增长，其他非主导产品延续下降趋势。渠道方面，公司通过控盘分利模式构建利润分配体系，覆盖“销售利润 + 消费者开瓶返利 + 动作付费 + 考核激励”四大维度，保障渠道各环节合理利润，目前体系运转顺畅。区域方面，公司目前的核心销售区域仍为华北、西南、华东，区域结构无明显变化。华北区域相对稳定，西南区域下滑幅度较小，华南与华中区域受冲击较大，低度国窖在环太湖及华北表现较好。

毛利率下滑，费用刚性，盈利能力承压。2025Q1-3 公司毛利率为 87.11%，同比-1.32pct，其中 2025Q3 毛利率 87.17%，同比-0.95pct。2025Q1-3 税金及附加/销售/管理费用率分别为 12.11%/10.46%/2.95%，同比+0.84/+0.17/-0.21pct，其中 2025Q3 税金及附加/销售/管理费用率分别为 9.26%/13.50%/3.80%，同比-0.13/+1.74/+0.26pct，营收下滑导致费用率有所提升。2025Q1-3 公司归母净利率为 46.54%，同比-1.17pct，其中 2025Q3 归母净利率为 46.44%，同比-1.75pct。

投资建议：根据公司 2025Q3 业绩以及近期动销情况，我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年收入增速分别为-9.3%/1.0%/8.8%，归母净利润增速分别为-10.1%/2.8%/9.3%，EPS 分别为 8.23/8.45/9.24 元，对应当前股价 PE 分别为 16x/16x/14x，给予“增持”评级。

风险提示：白酒市场需求疲软，产品结构升级不及预期，竞争加剧。

盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	31,196	28,308	28,581	31,088
营业收入增长率 (%)	3.19%	-9.26%	0.97%	8.77%
归母净利 (百万元)	13,473	12,109	12,444	13,597
净利润增长率 (%)	1.71%	-10.12%	2.77%	9.26%
摊薄每股收益 (元)	9.18	8.23	8.45	9.24
市盈率 (PE)	13.64	16.07	15.63	14.31

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	25,952	33,578	37,705	41,223	46,200
应收和预付款项	220	135	158	172	167
存货	11,622	13,393	11,575	12,203	13,261
其他流动资产	7,565	3,750	6,075	5,761	5,441
流动资产合计	45,358	50,856	55,513	59,360	65,069
长期股权投资	2,708	2,801	2,859	2,923	2,995
投资性房地产	38	50	67	76	89
固定资产	8,613	9,132	9,337	9,387	9,543
在建工程	1,718	807	656	606	235
无形资产开发支出	3,398	3,418	3,688	3,890	4,054
长期待摊费用	1	2	2	2	2
其他非流动资产	46,818	52,124	56,952	60,793	66,499
资产总计	63,294	68,335	73,562	77,676	83,416
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,357	1,844	2,191	2,147	2,215
长期借款	10,000	6,280	6,280	6,280	6,280
其他负债	9,405	12,702	13,226	13,007	13,895
负债合计	21,763	20,827	21,697	21,433	22,390
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
资本公积	5,185	5,366	5,427	5,427	5,427
留存收益	35,288	40,812	45,045	49,401	54,160
归母公司股东权益	41,391	47,389	51,723	56,079	60,838
少数股东权益	140	120	142	164	189
股东权益合计	41,532	47,508	51,865	56,243	61,027
负债和股东权益	63,294	68,335	73,562	77,676	83,416

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	10,648	19,182	12,118	12,609	14,688
投资性现金流	-1,268	-1,383	-1,269	-763	-634
融资性现金流	-1,218	-10,329	-6,718	-8,327	-9,077
现金增加额	8,164	7,475	4,126	3,519	4,977

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,233	31,196	28,308	28,581	31,088
营业成本	3,537	3,888	3,598	3,680	3,988
营业税金及附加	4,133	4,754	4,314	4,356	4,738
销售费用	3,974	3,538	3,538	3,401	3,668
管理费用	1,139	1,101	1,019	1,000	995
财务费用	-371	-489	-332	-402	-462
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	85	-10	85	249	190
公允价值变动	63	28	0	0	0
营业利润	17,842	18,207	16,163	16,610	18,150
其他非经营损益	-36	-2	12	12	12
利润总额	17,806	18,205	16,175	16,622	18,162
所得税	4,517	4,708	4,044	4,156	4,541
净利润	13,289	13,498	12,132	12,467	13,622
少数股东损益	42	25	22	22	25
归母股东净利润	13,246	13,473	12,109	12,444	13,597

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	88.30%	87.54%	87.29%	87.12%	87.17%
销售净利率	43.81%	43.19%	42.78%	43.54%	43.74%
销售收入增长率	20.34%	3.19%	-9.26%	0.97%	8.77%
EBIT 增长率	28.48%	2.44%	-10.49%	2.38%	9.12%
净利润增长率	27.79%	1.71%	-10.12%	2.77%	9.26%
ROE	32.00%	28.43%	23.41%	22.19%	22.35%
ROA	20.93%	19.72%	16.46%	16.02%	16.30%
ROIC	24.27%	22.99%	18.94%	18.12%	18.46%
EPS (X)	9.02	9.18	8.23	8.45	9.24
PE (X)	19.89	13.64	16.07	15.63	14.31
PB (X)	6.38	3.89	3.76	3.47	3.20
PS (X)	8.74	5.91	6.87	6.81	6.26
EV/EBITDA (X)	13.91	8.67	10.13	9.66	8.60

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。