

泸州老窖 (000568.SZ) 保持战略定力，压力有序释放

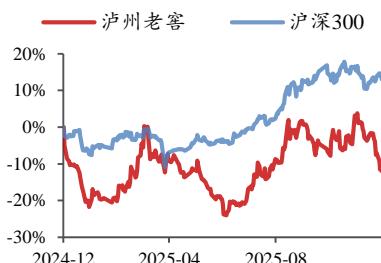
2025年12月12日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2025/12/11
当前股价(元)	121.40
一年最高最低(元)	146.72/106.75
总市值(亿元)	1,786.94
流通市值(亿元)	1,783.69
总股本(亿股)	14.72
流通股本(亿股)	14.69
近3个月换手率(%)	37.35

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《主动调控，着眼长远——公司信息更新报告》-2025.5.5

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

逢晓娟（分析师）

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790521060002

● 调整期保持战略定力，看好后续改善节奏，维持“买入”评级

泸州老窖2025年核心产品高度国窖价格维持相对平稳，并没有一味追求过高增长，市场秩序相对平稳。考虑消费需求偏弱，我们下调2025-2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为130.4(-9.0)、133.0(-11.9)、139.4(-13.0)亿元，同比分别-3.2%、+2.0%、+4.8%，当前股价对应估值分别为13.7、13.4、12.8倍，在本轮下行周期中，公司对市场的节奏有较好的掌控，有序释放压力，渠道信心平稳，看好后续公司的改善节奏和弹性，维持“买入”评级。

● 前三季度压力有序释放，表现优于行业整体

高度和低度国窖价格维持平稳，并未失控，主要是公司保持战略定力，自年初起便放松了回款要求，加强五码系统建设力度和促进开瓶，精准匹配了供需。前三季度收入增速Q1-Q3依次为+2%、-8%、-10%，下降幅度逐季加大，逐步释放报表压力，没有出现大开大合的情况。

● 白酒行业底部白酒需求最差时间或已过，边际变化底部渐显

白酒需求短期受宏观环境和突发事件影响叠加导致2025年下滑明显，但是我们一方面看到基建、反内卷等财政刺激政策持续带动经济活跃度提升，一方面大众需求具有一定韧性，后续白酒需求大概率下滑幅度会放缓。

● 泸州老窖市场秩序良好，经销商结构稳定

国窖批价相对稳定，经销商目前盈利能力尚可，这得益于公司自2024年起就严格执行货物流转的“五码系统”和起初就建立起来的控盘分利体系。同时，公司在低度国窖上竞争优势明显，分担了高度国窖的增长压力。后续行业改善下，公司量价弹性可期。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,233	31,196	29,398	29,571	30,454
YOY(%)	20.3	3.2	-5.8	0.6	3.0
归母净利润(百万元)	13,246	13,473	13,039	13,299	13,940
YOY(%)	27.8	1.7	-3.2	2.0	4.8
毛利率(%)	88.3	87.5	87.0	87.1	87.2
净利率(%)	44.0	43.3	44.4	45.1	45.9
ROE(%)	32.0	28.4	24.3	21.9	20.6
EPS(摊薄/元)	9.00	9.15	8.86	9.04	9.47
P/E(倍)	13.5	13.3	13.7	13.4	12.8
P/B(倍)	4.3	3.8	3.3	3.0	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	45358	50856	54632	59407	65894	营业收入	30233	31196	29398	29571	30454
现金	25952	33578	39468	42262	50062	营业成本	3537	3888	3824	3802	3905
应收票据及应收账款	17	11	16	11	17	营业税金及附加	4133	4754	4263	4288	4416
其他应收款	23	13	21	13	22	营业费用	3974	3538	4116	4140	4111
预付账款	202	124	184	126	193	管理费用	1139	1101	1029	1035	1066
存货	11622	13393	11207	13257	11864	研发费用	226	261	176	177	183
其他流动资产	7542	3737	3737	3737	3737	财务费用	-371	-489	-1029	-1206	-1410
非流动资产	17936	17478	17180	17280	17638	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	2708	2801	2994	3187	3380	其他收益	54	44	47	45	47
固定资产	8613	9132	8196	7931	7867	公允价值变动收益	63	28	21	25	34
无形资产	3398	3418	3963	4163	4421	投资净收益	85	-10	113	109	109
其他非流动资产	3217	2127	2026	1999	1971	资产处置收益	45	1	16	20	21
资产总计	63294	68335	71812	76687	83533	营业利润	17842	18207	17240	17562	18406
流动负债	10071	14277	12943	12223	13125	营业外收入	36	24	29	29	30
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	72	26	80	60	60
应付票据及应付账款	2357	1844	2287	1822	2398	利润总额	17806	18205	17189	17532	18376
其他流动负债	7714	12433	10655	10401	10727	所得税	4517	4708	4125	4208	4410
非流动负债	11692	6549	5057	3753	2570	净利润	13289	13498	13063	13324	13965
长期借款	11499	6280	4787	3484	2300	少数股东损益	42	25	24	24	26
其他非流动负债	193	270	270	270	270	归属母公司净利润	13246	13473	13039	13299	13940
负债合计	21763	20827	17999	15976	15694	EBITDA	18454	18386	16867	17044	17712
少数股东权益	140	120	144	168	194	EPS(元)	9.00	9.15	8.86	9.04	9.47
股本	1472	1472	1472	1472	1472	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	5185	5366	5366	5366	5366	成长能力					
留存收益	35288	40812	46367	52109	58234	营业收入(%)	20.3	3.2	-5.8	0.6	3.0
归属母公司股东权益	41391	47389	53669	60543	67644	营业利润(%)	28.9	2.0	-5.3	1.9	4.8
负债和股东权益	63294	68335	71812	76687	83533	归属于母公司净利润(%)	27.8	1.7	-3.2	2.0	4.8
						盈利能力					
						毛利率(%)	88.3	87.5	87.0	87.1	87.2
						净利率(%)	44.0	43.3	44.4	45.1	45.9
						偿债能力					
						ROE(%)	32.0	28.4	24.3	21.9	20.6
						ROIC(%)	59.0	70.6	81.6	70.5	82.8
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
经营活动现金流	10648	19182	15245	9834	15182	资产负债率(%)	34.4	30.5	25.1	20.8	18.8
净利润	13289	13498	13063	13324	13965	净负债比率(%)	-34.5	-50.4	-62.0	-61.7	-68.4
折旧摊销	668	774	560	571	594	流动比率	4.5	3.6	4.2	4.9	5.0
财务费用	-371	-489	-1029	-1206	-1410	速动比率	3.3	2.6	3.3	3.7	4.1
投资损失	-85	10	-113	-109	-109	营运能力					
营运资金变动	-3844	4498	2777	-2729	2186	总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
其他经营现金流	992	891	-14	-17	-44	应收账款周转率	2584.0	2190.5	2190.5	2190.5	2190.5
投资活动现金流	-1268	-1383	-111	-517	-789	应付账款周转率	1.5	1.9	1.9	1.9	1.9
资本支出	1502	1188	69	478	760	每股指标(元)					
长期投资	107	-281	-193	-193	-193	每股收益(最新摊薄)	9.00	9.15	8.86	9.04	9.47
其他投资现金流	127	87	151	154	164	每股经营现金流(最新摊薄)	7.23	13.03	10.36	6.68	10.31
筹资活动现金流	-1218	-10329	-9244	-6523	-6593	每股净资产(最新摊薄)	28.12	32.19	36.46	41.13	45.96
短期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款	5323	-5219	-1493	-1303	-1183	P/E	13.5	13.3	13.7	13.4	12.8
普通股增加	0	-0	0	0	0	P/B	4.3	3.8	3.3	3.0	2.6
资本公积增加	385	180	0	0	0	EV/EBITDA	8.8	8.3	8.5	8.2	7.4
其他筹资现金流	-6927	-5290	-7751	-5219	-5410						
现金净增加额	8164	7475	5890	2794	7800						

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn