

2025 年 11 月 04 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

控量稳价战略蓄力，渠道精耕强化终端触达

—泸州老窖（000568.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

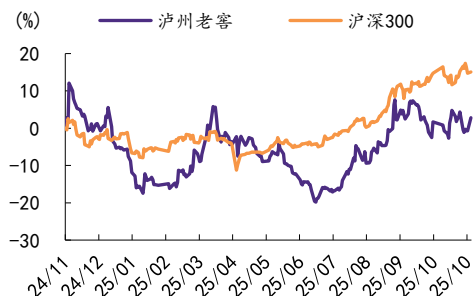
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-11-03

当前股价（元）	135.04
总市值（亿元）	1988
总股本（百万股）	1472
流通股本（百万股）	1469
52 周价格范围（元）	108.8-153.89
日均成交额（百万元）	1422.87

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《泸州老窖（000568）：业绩主动出清，挖掘渠道空间》2025-08-31
- 2、《泸州老窖（000568）：业绩稳健增长，2025 年稳中求进》2025-05-08
- 3、《泸州老窖（000568）：浓香鼻祖壮志凌云，三大品系交替发力》2024-12-15

2025 年 10 月 30 日，泸州老窖发布 2025 年三季报。2025Q1-Q3 总营收 231.27 亿元（同减 5%），归母净利润 107.62 亿元（同减 7%），扣非净利润 107.42 亿元（同减 7%）。其中 2025Q3 总营收 66.74 亿元（同减 10%），归母净利润 30.99 亿元（同减 13%），扣非净利润 30.92 亿元（同减 13%）。

投资要点

■ 加大费投促动销，放缓销售节奏

2025Q3 公司毛利率同减 1pct 至 87.17%，主要系低毛利产品收入占比提升所致；销售/管理费用率分别同增 2pct/0.3pct 至 13.50%/3.80%，主要系终端消费疲软背景下加大销售费用投放促进开瓶与动销拉升所致；净利率同减 2pct 至 46.62%，销售回款/合同负债分别同比 -2%/+45% 至 79.63/38.38 亿元，三季度发货节奏有所放缓。

■ 控量稳价战略蓄力，渠道转型强化终端触达

产品端，公司坚持对国窖 1573 控量稳价，产品批价稳定性优于竞品；向特曲 60 版、特曲、头曲等中高端大众主流产品倾斜资源配置，持续推进 38° 产品发展，推广冰饮、调配等全新品饮方式，巩固大众市场地位；同时积极布局高增长光瓶酒赛道，全新二曲产品目前已于核心城市开展试点推广。**渠道端**，公司持续推动渠道转型，“五码合一”数字化变革实现渠道精耕深耕，自建电商平台、深化与主流电商及即时零售平台合作，强化对终端与消费者直接触达。

■ 盈利预测

公司坚持“双品牌、三品系、大单品”战略，主动顺应消费需求迭代与渠道变革趋势，开拓低度酒品类，加速渠道下沉，未来业务有望稳健发展。根据 2025 年三季报，我们调整 2025-2027 年 EPS 分别为 8.26/8.64/9.40 元（前值为 8.42/9.15/10.04），当前股价对应 PE 分别为 16/16/14 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、新品推广不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	31,196	28,985	29,966	32,177
增长率（%）	3.2%	-7.1%	3.4%	7.4%
归母净利润（百万元）	13,473	12,157	12,722	13,834
增长率（%）	1.7%	-9.8%	4.7%	8.7%
摊薄每股收益（元）	9.15	8.26	8.64	9.40
ROE（%）	28.4%	24.0%	23.2%	22.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	31,196	28,985	29,966	32,177
现金及现金等价物	33,578	32,626	37,924	44,697	营业成本	3,888	3,915	3,968	4,216
应收款	24	16	21	24	营业税金及附加	4,754	4,348	4,495	4,827
存货	13,393	13,922	13,449	13,131	销售费用	3,538	3,826	4,030	4,376
其他流动资产	3,861	2,888	2,812	2,806	管理费用	1,101	1,084	1,151	1,236
流动资产合计	50,856	49,453	54,205	60,658	财务费用	-489	-814	-962	-1,152
非流动资产：					研发费用	261	242	251	269
金融类资产	1,694	714	714	714	费用合计	4,412	4,339	4,470	4,729
固定资产	9,132	8,657	8,892	8,624	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	807	1,353	541	216	公允价值变动	28	23	22	21
无形资产	3,418	3,247	3,076	2,914	投资收益	-10	56	53	50
长期股权投资	2,801	2,891	2,951	2,981	营业利润	18,207	16,502	17,148	18,516
其他非流动资产	1,320	1,320	1,320	1,320	加：营业外收入	24	25	25	25
非流动资产合计	17,478	17,468	16,780	16,055	减：营业外支出	26	50	45	40
资产总计	68,335	66,921	70,985	76,713	利润总额	18,205	16,477	17,128	18,501
流动负债：					所得税费用	4,708	4,284	4,368	4,625
短期借款	0	0	0	0	净利润	13,498	12,193	12,760	13,876
应付账款、票据	1,844	1,381	1,368	1,412	少数股东损益	25	37	38	42
其他流动负债	8,454	8,454	8,454	8,454	归母净利润	13,473	12,157	12,722	13,834
流动负债合计	14,277	13,727	13,681	13,834					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	6,280	2,220	2,220	2,220	成长性				
其他非流动负债	270	270	270	270	营业收入增长率	3.2%	-7.1%	3.4%	7.4%
非流动负债合计	6,549	2,489	2,489	2,489	归母净利润增长率	1.7%	-9.8%	4.7%	8.7%
负债合计	20,827	16,216	16,171	16,323	盈利能力				
所有者权益					毛利率	87.5%	86.5%	86.8%	86.9%
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	四项费用/营收	14.1%	15.0%	14.9%	14.7%
股东权益	47,508	50,705	54,815	60,390	净利率	43.3%	42.1%	42.6%	43.1%
负债和所有者权益	68,335	66,921	70,985	76,713	ROE	28.4%	24.0%	23.2%	22.9%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	30.5%	24.2%	22.8%	21.3%
净利润	13498	12193	12760	13876	营运能力				
少数股东权益	25	37	38	42	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
折旧摊销	773	780	739	747	应收账款周转率	1295.7	1825.0	1460.0	1351.9
公允价值变动	28	23	22	21	存货周转率	0.3	0.6	0.6	0.7
营运资金变动	4859	-1079	500	473	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	19182	11953	14060	15158	EPS	9.15	8.26	8.64	9.40
投资活动现金净流量	-1383	819	517	563	P/E	14.8	16.4	15.6	14.4
筹资活动现金净流量	-18751	-13056	-8651	-8301	P/S	6.4	6.9	6.6	6.2
现金流量净额	-952	-284	5,926	7,421	P/B	4.2	3.9	3.6	3.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。