

泸州老窖 (000568.SZ)

精耕细作稳增长，数字化改革成效逐步显现

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090001

联系人： 张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

事项：

事件：2025年3月2日，泸州老窖举办以“精耕细作稳增长，改革创新谋发展”为主题的2024-2025泸州老窖经销商大会表彰暨营销会议，会议回顾2024年公司发展成果，表彰优秀经销商合作伙伴和一线营销将士，部署2025年营销工作、展望“十五五”发展目标，彰显公司决心和信心。

国信食品饮料观点：1) 回顾2024年，公司各项指标稳健增长，数字化工程取得阶段性成效，核心单品开瓶表现、会员资产、战略终端数量及质量等均取得提升。2) 展望2025年，公司坚持“销售为王”，围绕六大思维转变，聚焦市场精耕细作，强化经销商通过开瓶拉动实现盈利，进一步做实消费者工作。我们认为公司坚持长期主义，在组织战略定力和渠道执行力赋能下，以消费者带动渠道盈利、以数字化赋能渠道管理的增长逻辑在逐步验证。维持此前盈利预测，预计2024-2026年EPS为9.43/10.07/11.29元，同比增长4.8%/+6.7%/+12.2%，对应PE 13.4/12.6/11.2x，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 回顾2024年：各项指标稳健增长，数字化工程取得阶段性成效

2024年公司围绕“坚定、攻坚、创新、协同”的主题，取得稳健发展，主要表现在：1) 前三季度营收/净利润同比增长11%/10%，预计2024年全年公司各项主要指标将再创历史新高，其中国窖品牌销售超过200亿元，泸州老窖品牌超过100亿元。2) 数智化方面初步构建起“基层是数据，管理是算法，决策是模型，AI是智能选择”的数智化发展架构，核心单品开瓶数量、开瓶终端、开瓶会员占比等均取得提升。3) 秉持“服商、扶商、护商、富商”发展思路，全年有效终端网点、进货终端、战略零售终端数量增长、单点销售贡献能力提升。4) 品牌文化提升，国窖连续8年携手澳网。5) 产能保障增加，建成优质固态纯粮白酒10万吨、酒曲10万吨和储酒38万吨的黄舣酿酒生态园，建成投入行业首家智能包装中心。

◆ 展望2025年：坚持“销售为王”，加强精耕细作的组织执行力

公司坚持乐观主义、长期主义、价值主义，始终做到“围绕销售、支撑销售、赋能销售”，2025年公司将围绕六大转变（上升市场→下降市场、渠道思维→消费者思维、数量思维→利润思维、促销思维→情绪价值创造、放任思维→管理思维、习惯思维→年轻人思维）重点开展营销工作。1) 聚焦战略市场精耕细作，保持西南、华北粮仓市场优势，推动不同品类下沉县、乡、村级市场。2) 坚定以消费者为中心，推进消费、渠道、组织数智化。3) 构建以利润和效率为中心的新厂商一体化关系，持续提升客户利润水平、深化分级授权、强化服务保障，三级公关体系（总部、销售公司、销售单元）加强资源协同。

◆ 管理禀赋驱动，数字化改革成效逐步显现

一方面，公司管理禀赋和营销执行力的优势仍在：当前白酒行业竞争态势从分化向集中演绎，酒企从前几年高速增长阶段步入精耕细作抢份额阶段，对组织和渠道力提出更高要求；老窖具有一支积极性高、执行力强的销售队伍，善于细化网络、细耕终端、细作服务，是公司抢夺消费者心智的核心优势。另一方面，公司战略眼光长远，数字化工程成效逐步显现：我们认为本轮白酒行业变革中消费者是稀缺资源，公司领先于行业做数字化改革，决策依据从“单商模型”到“单客模型”过渡，以真实动销拉动渠道盈利改善，

短期渠道仍需时间教育和适应，但开瓶数据、终端数量&质量、渠道管理效率已在逐步验证。

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

维持此前收入及盈利预测，2024-2026 年收入 318.05/334.91/368.98 亿元，同比+5.2%/+5.3%/+10.2%；预计归母净利润 138.83/148.17/166.19 亿元，同比+4.8%/+6.7%/+12.2%。当前股价对应估值 13.4/12.6/11.2x，处于历史较低水位；按照 2023 年 60% 现金分红率计算，预计 2024 年股息率在 4.5%，估值支撑作用较强，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

白酒行业需求复苏不及预期；食品安全问题；政策风险等。

相关研究报告：

- 《泸州老窖（000568.SZ）-第三季度主动调整经营节奏，盈利能力保持稳健》——2024-11-01
- 《泸州老窖（000568.SZ）-上半年收入增速稳健，第二季度税金率波动影响净利润增速》——2024-08-31
- 《泸州老窖（000568.SZ）-坚持长期主义，数字化工程驱动管理变革》——2024-07-02
- 《泸州老窖（000568.SZ）-一季度收入增长 21%，费用端持续精益优化》——2024-05-04
- 《泸州老窖（000568.SZ）-区域下沉终端扩容拓增量，数字化转型成效显著》——2024-03-28

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
现金及现金等价物	17758	25952	32505	37780	42875	营业收入	25124	30233	31805	33491	36898
应收款项	29	40	42	45	49	营业成本	3370	3537	3579	3787	4084
存货净额	9841	11622	10674	11493	12633	营业税金及附加	3524	4133	4389	4588	5055
其他流动资产	4851	6317	6361	6698	7380	销售费用	3449	3974	4135	4253	4502
流动资产合计	33552	45358	51009	57443	64364	管理费用	1162	1139	1344	1342	1427
固定资产	9665	10332	10454	10461	10398	研发费用	206	226	238	167	184
无形资产及其他	3083	3398	3262	3126	2990	财务费用	(286)	(371)	(0)	(120)	(224)
投资性房地产	2418	1498	1498	1498	1498	投资收益	105	85	250	146	160
长期股权投资	2668	2708	2708	2708	2708	资产减值及公允价值变动	(12)	63	63	63	63
资产总计	51385	63294	68932	75237	81958	其他收入	(151)	(126)	(102)	(32)	(49)
短期借款及交易性金融负债	82	79	0	0	0	营业利润	13847	17842	18569	19819	22229
应付款项	2312	2357	2339	2436	2667	营业外净收支	8	(36)	0	0	0
其他流动负债	8259	7635	7794	8051	8699	利润总额	13855	17806	18569	19819	22229
流动负债合计	10652	10071	10133	10488	11365	所得税费用	3444	4517	4642	4955	5557
长期借款及应付债券	6176	11499	11499	11499	11499	少数股东损益	45	42	44	47	53
其他长期负债	229	193	193	193	193	归属于母公司净利润	10365	13246	13883	14817	16619
长期负债合计	6405	11692	11692	11692	11692	现金流量表（百万元）					
负债合计	17057	21763	21825	22179	23057	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
少数股东权益	121	140	163	186	213	净利润	10365	13246	13883	14817	16619
股东权益	34208	41391	46945	52871	58688	资产减值准备	82	(2)	(0)	(0)	0
负债和股东权益总计	51385	63294	68932	75237	81958	折旧摊销	628	667	1076	1192	1263
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	12	(63)	(63)	(63)	(63)
2022	2023	2024E	2025E	2026E		财务费用	(286)	(371)	(0)	(120)	(224)
每股收益	7.04	9.00	9.43	10.07	11.29	营运资本变动	(2847)	(2953)	1043	(804)	(948)
每股红利	3.35	4.45	5.66	6.04	7.34	其它	(59)	23	22	24	27
每股净资产	23.24	28.12	31.89	35.92	39.87	经营活动现金流	8183	10919	15962	15166	16897
ROIC	31.51%	30.74%	30%	34%	36%	资本开支	0	(1318)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	30.30%	32.00%	30%	28%	28%	其它投资现金流	(367)	(354)	0	0	0
毛利率	87%	88%	89%	89%	89%	投资活动现金流	(408)	(1712)	(1000)	(1000)	(1000)
EBIT Margin	53%	57%	57%	58%	59%	权益性融资	16	10	0	0	0
EBITDA Margin	56%	59%	61%	62%	62%	负债净变化	3180	6821	0	0	0
收入增长	22%	20%	5.2%	5.3%	10.2%	支付股利、利息	(4929)	(6546)	(8330)	(8890)	(10802)
净利润增长率	30%	28%	4.8%	6.7%	12.2%	其它融资现金流	(48)	(1572)	(79)	0	0
资产负债率	33%	35%	32%	30%	28%	融资活动现金流	(3531)	(1013)	(8409)	(8890)	(10802)
股息率	2.6%	3.5%	4.5%	4.8%	5.8%	现金净变动	4244	8194	6553	5275	5095
P/E	18.0	14.1	13.4	12.6	11.2	货币资金的期初余额	13513	17758	25952	32505	37780
P/B	5.4	4.5	4.0	3.5	3.2	货币资金的期末余额	17758	25952	32505	37780	42875
EV/EBITDA	14.5	11.6	10.8	10.1	9.1	企业自由现金流	0	9251	14811	14004	15650
						权益自由现金流	0	14500	14733	14095	15818

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032