



泸州老窖 (000568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩兑现符合预期，分红规划超预期

业绩简评

2025 年 4 月 27 日，公司披露 2024 年报及 2025 年一季报。1) 24 年实现营收 312 亿元，同比+3.2%；归母净利 135 亿元，同比+1.7%。2) 25Q1 实现营收 93.5 亿元，同比+1.8%；归母净利 45.9 亿元，同比+0.4%。符合市场预期。

经营分析

分产品拆分开看：1) 24 年中高档酒/其他酒分别实现营收 276/35 亿元，同比+3%/+7%，其中销量分别+14%/+4%，吨价分别-10%/+3%，毛利率分别-0.4pct/-2.5pct。我们预计国窖 1573 表现平稳，特曲 60 等次高档产品增速相对领先致使中高档酒吨价与毛利率有所回落；其他酒类毛利率回落预计与智能化包装中心投入、制造费用大幅提升分摊有关。

报表质量层面：1) 24 年公司归母净利率同比-0.6pct 至 43.2%，其中毛利率-0.8pct，销售费用率-1.8pct（细项中大头广宣费/促销费分别-4%/-25%，促销费减少预计与费投倾向扫码体系相关），营业税金及附加占比+1.6pct。2) 25Q1 归母净利率同比-0.7pct 至 49.1%，其中毛利率-1.9pct，销售费用率+0.4pct，营业税金及附加占比-0.8pct。3) 24Q4&25Q1 销售收现分别 118/99 亿元，合计同比+48%；25Q1 末合同负债余额 31 亿元，同比+5 亿元；25Q1 末应收款项融资余额 12 亿元，同比-41 亿元。整体回款质量环比明显提升。

公司披露“2024-2026 年度股东分红回报规划”，24-26 年现金分红比例分别不低于 65%、70%、75%，均不低于 85 亿元（含税），分红规划超预期，70%折算 25E 股息率达 5.3%、75%折算 26E 股息率 6%！公司 25 年经营目标为全年营业收入稳中求进，措施包括大力扩面/开瓶/拓点。公司西南&华北基地市场根基扎实、构筑经营底盘，公司优势在于组织的强进攻性与战略的笃定性，持续关注行业景气磨底期预期回升带来的高赔率机会。

盈利预测、估值与评级

考虑行业需求恢复节奏较弱、尤其是商务消费，我们下调 25-26 年归母净利 13%/17%。预计 25-27 年收入分别+1.2%/+6.4%/+9.7%；归母净利分别+3.0%/+6.5%/+10.8%，对应归母净利分别 139/148/164 亿元；EPS 为 9.42/10.04/11.13 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 13.3/12.5/11.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；全国化外拓不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬（执业 S1130524040003）

yetao@gjzq.com.cn

市价（人民币）：125.36 元

相关报告：

- 《泸州老窖公司点评：Q3 业绩符合预期，经营扎实韧性》，2024.10.31
- 《泸州老窖公司点评：税负扰动利润，挖掘市场拓展增量》，2024.8.31
- 《泸州老窖公司点评：业绩稳健增长，持续拼抢拓势能》，2024.4.27



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,233	31,196	31,559	33,575	36,828
营业收入增长率	20.3%	3.2%	1.2%	6.4%	9.7%
归母净利润(百万元)	13,246	13,473	13,872	14,779	16,377
归母净利润增长率	27.8%	1.7%	3.0%	6.5%	10.8%
摊薄每股收益(元)	8.999	9.153	9.424	10.040	11.126
每股经营性现金流净额	7.23	13.03	7.78	9.98	11.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	32.00%	28.43%	26.91%	26.75%	27.60%
P/E	19.94	13.7	13.3	12.5	11.27
P/B	6.38	3.89	3.58	3.34	3.11

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	25,124	30,233	31,196	31,559	33,575	36,828
增长率		20.3%	3.2%	1.2%	6.4%	9.7%
主营业务成本	-3,370	-3,537	-3,888	-3,899	-4,145	-4,436
%销售收入	13.4%	11.7%	12.5%	12.4%	12.3%	12.0%
毛利	21,754	26,696	27,308	27,660	29,430	32,393
%销售收入	86.6%	88.3%	87.5%	87.6%	87.7%	88.0%
营业税金及附加	-3,524	-4,133	-4,754	-4,734	-5,036	-5,524
%销售收入	14.0%	13.7%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
销售费用	-3,449	-3,974	-3,538	-3,471	-3,626	-3,904
%销售收入	13.7%	13.1%	11.3%	11.0%	10.8%	10.6%
管理费用	-1,162	-1,139	-1,101	-1,073	-1,142	-1,215
%销售收入	4.6%	3.8%	3.5%	3.4%	3.4%	3.3%
研发费用	-206	-226	-261	-264	-281	-308
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	13,413	17,223	17,654	18,118	19,345	21,441
%销售收入	53.4%	57.0%	56.6%	57.4%	57.6%	58.2%
财务费用	286	371	489	577	564	619
%销售收入	-1.1%	-1.2%	-1.6%	-1.8%	-1.7%	-1.7%
资产减值损失	-1	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	-12	63	28	0	0	0
投资收益	105	85	-10	10	12	14
%税前利润	0.8%	0.5%	n.a	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	13,847	17,842	18,207	18,745	19,969	22,127
营业利润率	55.1%	59.0%	58.4%	59.4%	59.5%	60.1%
营业外收支	8	-36	-2	-1	-1	-1
税前利润	13,855	17,806	18,205	18,744	19,968	22,126
利润率	55.1%	58.9%	58.4%	59.4%	59.5%	60.1%
所得税	-3,444	-4,517	-4,708	-4,847	-5,163	-5,721
所得税率	24.9%	25.4%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
净利润	10,411	13,289	13,498	13,897	14,805	16,405
少数股东损益	45	42	25	25	26	27
归属于母公司的净利润	10,365	13,246	13,473	13,872	14,779	16,377
净利率	41.3%	43.8%	43.2%	44.0%	44.0%	44.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	10,411	13,289	13,498	13,897	14,805	16,405
少数股东损益	45	42	25	25	26	27
非现金支出	645	677	782	780	842	908
非经营收益	34	528	404	29	35	15
营运资金变动	-2,827	-3,844	4,498	-3,251	-985	-765
经营活动现金净流	8,263	10,648	19,182	11,454	14,697	16,564
资本开支	-969	-1,432	-1,177	-1,833	-1,426	-1,567
投资	-952	107	-281	0	0	0
其他	47	57	75	10	12	14
投资活动现金净流	-1,874	-1,268	-1,383	-1,823	-1,414	-1,552
股权募资	670	10	0	0	0	0
债权募资	2,200	5,325	-2,025	-6,277	0	0
其他	-4,949	-6,554	-8,304	-9,831	-11,167	-12,366
筹资活动现金净流	-2,078	-1,218	-10,329	-16,108	-11,167	-12,366
现金净流量	4,326	8,164	7,475	-6,477	2,116	2,645

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,758	25,952	33,578	27,101	29,216	31,860
应收款项	4,613	5,978	1,826	3,199	3,403	3,733
存货	9,841	11,622	13,393	14,954	16,467	17,986
其他流动资产	1,341	1,806	2,059	1,850	1,860	1,872
流动资产	33,552	45,358	50,856	47,104	50,946	55,451
%总资产	65.3%	71.7%	74.4%	71.7%	72.5%	73.4%
长期投资	3,843	3,149	3,259	3,259	3,259	3,259
固定资产	9,665	10,332	9,939	10,308	10,615	10,957
%总资产	18.8%	16.3%	14.5%	15.7%	15.1%	14.5%
无形资产	3,084	3,399	3,420	3,494	3,567	3,639
非流动资产	17,834	17,936	17,478	18,615	19,300	20,079
%总资产	34.7%	28.3%	25.6%	28.3%	27.5%	26.6%
资产总计	51,385	63,294	68,335	65,719	70,246	75,529
短期借款	82	79	3,277	0	0	0
应付款项	3,514	3,508	2,718	3,181	3,375	3,614
其他流动负债	7,056	6,484	8,282	7,293	7,843	8,699
流动负债	10,652	10,071	14,277	10,475	11,218	12,313
长期贷款	3,180	10,000	6,280	3,280	3,280	3,280
其他长期负债	3,225	1,692	270	270	333	400
负债	17,057	21,763	20,827	14,025	14,831	15,993
普通股股东权益	34,208	41,391	47,389	51,550	55,245	59,339
其中：股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
未分配利润	26,772	33,816	39,340	43,502	47,197	51,291
少数股东权益	121	140	120	144	170	198
负债股东权益合计	51,385	63,294	68,335	65,719	70,246	75,529

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	7.042	8.999	9.153	9.424	10.040	11.126
每股净资产	23.241	28.119	32.194	35.022	37.532	40.313
每股经营现金净流	5.614	7.234	13.032	7.782	9.985	11.253
每股股利	4.225	5.399	5.950	6.597	7.530	8.345
回报率						
净资产收益率	30.30%	32.00%	28.43%	26.91%	26.75%	27.60%
总资产收益率	20.17%	20.93%	19.72%	21.11%	21.04%	21.68%
投入资本收益率	24.73%	24.14%	22.87%	24.36%	24.34%	25.19%
增长率						
主营业务收入增长率	21.71%	20.34%	3.19%	1.16%	6.39%	9.69%
EBIT 增长率	33.70%	28.41%	2.50%	2.63%	6.77%	10.84%
净利润增长率	30.29%	27.79%	1.71%	2.96%	6.54%	10.82%
总资产增长率	18.92%	23.18%	7.96%	-3.83%	6.89%	7.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	927.2	1,107.4	1,174.1	1,400.0	1,450.0	1,480.0
应付账款周转天数	256.3	240.9	197.2	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	128.7	104.0	106.8	106.4	100.1	91.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.63%	-38.05%	-54.13%	-49.36%	-49.86%	-50.85%
EBIT 利息保障倍数	-46.8	-46.4	-36.1	-31.4	-34.3	-34.6
资产负债率	33.19%	34.38%	30.48%	21.34%	21.11%	21.17%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	9	27	38	115
增持	1	1	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.10	1.10	1.10	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-28	买入	225.54	N/A
2	2023-08-29	买入	228.29	N/A
3	2023-10-30	买入	208.96	N/A
4	2024-04-27	买入	186.42	N/A
5	2024-08-31	买入	119.28	N/A
6	2024-10-31	买入	136.81	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究