

泸州老窖 (000568)

2024 年报及 2025 一季报点评：经营稳健， 分红上修凸显长期价值

买入（维持）

2025 年 04 月 28 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	30,233	31,196	31,926	34,673	38,332
同比（%）	20.34	3.19	2.34	8.60	10.55
归母净利润（百万元）	13,246	13,473	13,759	14,937	16,468
同比（%）	27.79	1.71	2.12	8.56	10.25
EPS-最新摊薄（元/股）	9.00	9.15	9.35	10.15	11.19
P/E（现价&最新摊薄）	13.93	13.70	13.41	12.35	11.21

投资要点

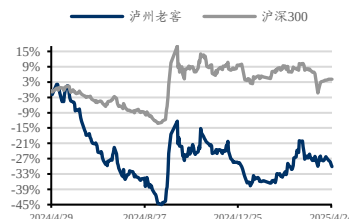
■ **事件：**公司发布 2024 年报、2025 一季报及《2024~2026 年度股东分红回报规划公告》。2024 全年实现收入 312.0 亿元，同增 3.2%；归母净利润 134.7 亿元，同增 1.7%；对应 24Q4 收入、归母净利润同比分别为-16.9%、-29.9%。25Q1 实现收入 93.5 亿元，同增 1.8%；归母净利润 45.9 亿元，同增 0.4%。24FY 及 25Q1 报表增速符合预期，合同负债表现好于预期。

■ **24FY 降速保质，Q4 控货调整及时纾压。**2024 作为公司的“数字化攻坚年”，公司在扫码开瓶及会员数据资产方面实现快速积累，核心单品扫码开瓶率已达到近 30%，消费场景建设及渠道全链路管理更加得心应手。**分产品看**，①2024 年中高档酒收入同比+2.8%，量/价分别同比+14.4%、-10.2%，估算特曲 60 保持同比双位数以上增长，国窖同比实现低单增长，老字号特曲、窖龄收入同比下滑。②2024 年其他酒收入同比+7.2%，量/价分别同比+3.5%、+3.5%，光瓶头曲经过前期库存消化，Q4 增速环比修复。24Q4 公司整体营收同比下滑 16.9%，主系销售公司 10 月扎帐后持续停货，以便渠道去库纾压，更好巩固价格体系。

■ **24FY 盈利符合预期，销售费率显著收缩。**1) **收现端：**24FY 期末公司合同负债 39.8 亿元，同比增加 13.1 亿元，全年营收+△预收同比增长 7.1%，回款表现好于收入。2) **利润端：**24FY 公司销售净利率同降 0.7pct 至 43.3%，主系税金比率回升拖累。①全年毛利率同比-0.8pct 至 87.5%，其中中高档酒、其他酒毛利率分别同降 0.4、2.5pct，其他酒吨成本同比上涨 9.5%，与智能化包装中心投产转固有关。②全年公司销售、管理（含研发）费用分别同比下降 11.0%、0.3%，费率分别同比-1.8pct、-0.2pct。数字化推行背景下，公司销售随量费用管控趋严，C 端费用落地也更加精准；管理费改善则是来自股权激励摊销费用回落。③全年税金及附加比率同比+1.6pct 至 15.2%，与产量投放节奏修复有关。

■ **25Q1 开局稳健，主销区开瓶氛围保持活跃。**1) **收入端：**25Q1 公司收入同比+1.8%，其中估算头曲同比增长较快，国窖、特曲 60 同比略增，窖龄、老字号特曲同比阶段性承压。伴随公司 C 端营销策略日益精进，餐酒融合、AC/BC 联动等营销工具应用渐入佳境，2025 春节公司华北、四川主销区开瓶氛围保持积极，3 月以来春雷行动对终端及 VIP 客户抢抓一马当先，进一步推动渠道下沉及单点提升。目前伴随春雷行动收官，公司全系产品及时停货消化，以便为端午宴席季回款动销打好基础，节奏把握从容有序。2) **收现端：**25Q1 期末公司合同负债同比增长 5.3 亿元，24Q4+25Q1 收入+△合同负债合计同比下滑-2.3%，好于收入端的-7.1%。3) **利润端：**25Q1 公司销售净利率同降 0.5pct 至 49.3%，主系毛销差拖累。①毛利率同比-1.9pct 至 86.5%，销售费率同比+0.4pct 至 8.2%，主因产品结构略有下移，且瓶均红包投放加大。②管理（含研发）费率同比-0.4pct，或与股权激励摊销费用进一步回落有关。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	125.36
一年最低/最高价	98.92/197.71
市净率(倍)	3.68
流通 A 股市值(百万元)	184,197.13
总市值(百万元)	184,523.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	34.08
资产负债率(% ,LF)	24.67
总股本(百万股)	1,471.95
流通 A 股(百万股)	1,469.35

相关研究

《泸州老窖(000568)：机制创新，精耕突破》

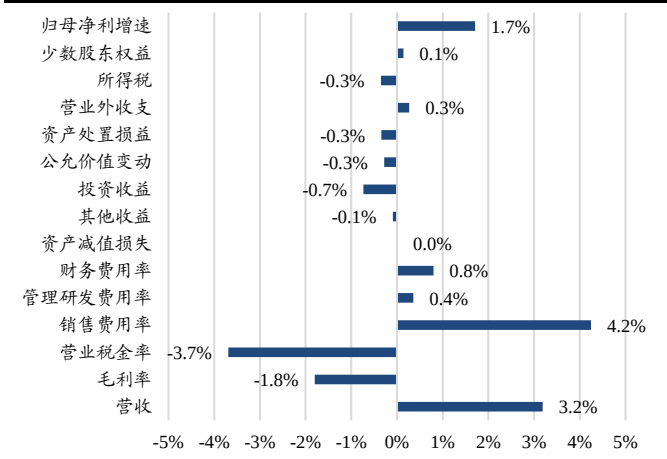
2025-03-04

《泸州老窖(000568)：2024Q3 业绩点评：及时调整，承前启后》

2024-10-31

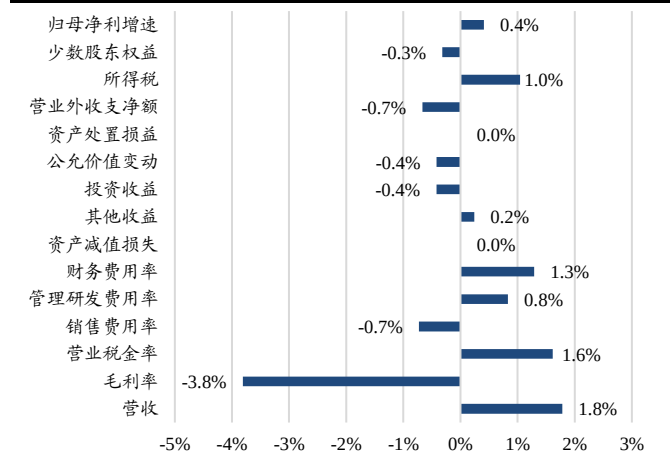
- **盈利预测与投资评级：**公司立足健康可持续发展，短期降速，不掩后劲潜力。2025 年公司规划全年营业收入稳中求进，参考 25Q1 报表结构，我们更新 2025~26 年归母净利润预测为 138、149 亿元（前值 133、149 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 165 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 13、12、11X。公司 2024~2026 年分红率规划不低于 65%、70%、75%，且不低于 85 亿元人民币（含税），对应 2024 年股息率达 4.7%，保底股息率 4.6%，长期持股价值凸显，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济向好不确定性，成本及费用支出超预期，低档酒增长不及预期。

图1：24FY 利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q1 利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

泸州老窖三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	50,856	52,816	55,002	61,635	营业总收入	31,196	31,926	34,673	38,332
货币资金及交易性金融资产	35,273	34,213	35,807	40,558	营业成本(含金融类)	3,888	4,310	4,762	5,225
经营性应收款项	1,937	1,723	1,603	1,524	税金及附加	4,754	4,725	5,052	5,700
存货	13,393	16,556	17,194	19,095	销售费用	3,538	3,536	3,824	4,170
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,101	1,121	1,206	1,320
其他流动资产	254	324	397	458	研发费用	261	267	290	321
非流动资产	17,478	19,618	21,756	23,709	财务费用	(489)	(525)	(488)	(514)
长期股权投资	2,801	2,531	2,597	2,645	加:其他收益	44	32	44	42
固定资产及使用权资产	9,161	10,356	11,796	13,300	投资净收益	(10)	64	66	69
在建工程	807	1,404	1,952	2,226	公允价值变动	28	0	0	0
无形资产	3,418	3,617	3,655	3,636	减值损失	2	17	20	23
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	22	17	16
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	18,207	18,627	20,174	22,263
其他非流动资产	1,289	1,709	1,754	1,901	营业外净收支	(2)	0	(12)	(5)
资产总计	68,335	72,434	76,758	85,344	利润总额	18,205	18,627	20,161	22,258
流动负债	14,277	13,350	12,334	15,622	减:所得税	4,708	4,843	5,190	5,757
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,277	1,146	846	746	净利润	13,498	13,784	14,971	16,501
经营性应付款项	1,844	3,075	1,985	4,459	减:少数股东损益	25	25	34	33
合同负债	3,978	3,017	3,333	3,657	归属母公司净利润	13,473	13,759	14,937	16,468
其他流动负债	5,178	6,111	6,170	6,760	每股收益-最新股本摊薄(元)	9.15	9.35	10.15	11.19
非流动负债	6,549	6,549	6,549	6,549	EBIT	17,700	17,983	19,564	21,617
长期借款	6,280	6,280	6,280	6,280	EBITDA	18,483	18,786	20,486	22,615
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	87.54	86.50	86.27	86.37
租赁负债	25	25	25	25	归母净利率(%)	43.19	43.10	43.08	42.96
其他非流动负债	245	245	245	245	收入增长率(%)	3.19	2.34	8.60	10.55
负债合计	20,827	19,899	18,883	22,172	归母净利润增长率(%)	1.71	2.12	8.56	10.25
归属母公司股东权益	47,389	52,390	57,696	62,961					
少数股东权益	120	145	179	212					
所有者权益合计	47,508	52,535	57,875	63,173					
负债和股东权益	68,335	72,434	76,758	85,344					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19,182	12,660	14,917	19,250	每股净资产(元)	32.19	35.59	39.20	42.77
投资活动现金流	(1,383)	(3,003)	(3,620)	(3,558)	最新发行在外股份(百万股)	1,472	1,472	1,472	1,472
筹资活动现金流	(10,329)	(11,203)	(10,246)	(11,618)	ROIC(%)	23.81	22.73	23.24	23.70
现金净增加额	7,475	(1,546)	1,051	4,074	ROE-摊薄(%)	28.43	26.26	25.89	26.16
折旧和摊销	783	803	922	999	资产负债率(%)	30.48	27.47	24.60	25.98
资本开支	(1,177)	(2,771)	(2,943)	(2,746)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.70	13.41	12.35	11.21
营运资本变动	4,498	(1,862)	(1,302)	1,515	P/B(现价)	3.89	3.52	3.20	2.93

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>