

稳中求进，静待修复

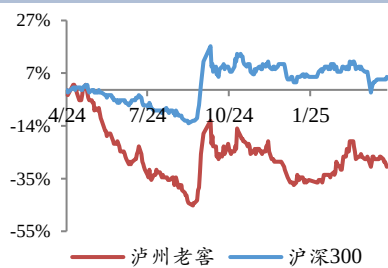
——泸州老窖 24 年报&25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-28

收盘价（元）	125.36
近 12 个月最高/最低（元）	186.79/97.77
总股本（百万股）	1,472
流通股本（百万股）	1,469
流通股比例（%）	99.82
总市值（亿元）	1,845
流通市值（亿元）	1,842

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

➤ 公司发布 2024 年报及 25Q1 季报：

- **25Q1**：营收 93.52 亿（+1.8%），归母净利润 45.93 亿（+0.4%），扣非归母净利润 45.95 亿（+0.9%）。
- **24Q4**：营收 68.93 亿（-16.9%），归母净利润 18.80 亿（-29.9%），扣非归母净利润 18.35 亿（-31.0%）。
- **24 年**：营收 311.96 亿（+3.2%），归母净利润 134.73 亿（+1.7%），扣非归母净利润 134.00 亿（+1.89%）。
- **25Q1 及 24Q4 符合市场预期。**

● 收入：控货调整稳定优先

- **25Q1**：产品端，国窖 1573 预计表现与公司整体水平一致，其中低度产品表现好于高度产品，高度产品仍处于控货调整阶段；系列酒中，预计特曲 60 增速快于公司整体水平，贡献主要增量。
- **24 年**：产品端，中高档/其他酒营收分别同比增长 2.8%/7.2%，中高档酒占比营收同比下降 0.4pct 至 88.8%。其中，中高档酒销量/吨价分别同比+14.4%/-10.2%，量增价减，我们预计主因国窖 1573 持续控货挺价，叠加特曲 60 增速较快，导致产品结构下移。其他酒销量/吨价分别同比增长 3.5%/3.5%，我们预计头曲表现相对较好，贡献主要增量。渠道端，传统/新型营收分别同比增长 3.2%/4.2%，全年境内经销商增加/减少 183/192 家，公司持续优化经销商团队。

● 利润：结构扰动

- **25Q1**：公司毛利率同比下降 1.9pct 至 86.5%，预计主因产品结构下移。同期，公司销售/管理/研发/财务费率分别同比+0.35/-0.43/+0.02/-0.63pct，销售费率略有上升，整体费用投放较为谨慎。综上，公司归母净利率同比下降 0.7pct 至 49.1%，盈利能力受毛利率下移影响较大。
- **24 年**：公司毛利率同比下降 0.8pct 至 87.5%，中高档/其他酒毛利率分别同比下降 0.42/2.52pct。同期，公司销售/管理/研发/财务费率分别同比-1.81/-0.24/+0.09/-0.34pct，渠道改革后公司费用投放效率持续提升，有效对冲毛利率下降影响。综上，公司归母净利率同比下降 0.6pct 至 43.2%。

● 报表质量：渠道回款仍有挑战

- **25Q1** 公司“营收+△合同负债”同比下降 6.7%，25Q1 公司销售收现同比下降 7.3%，均慢于营收增速，渠道回款面临存量市场仍有挑战。

● **三年分红：方案落地，略超预期**

- 公司公布 24-26 年度分红回报规划，各年度拟现金分红比例不低于 65%/70%/75%，且均不低于 85 亿元（含税）。分红比例略超市场预期，公司持续提升股东回报。

● **投资建议：维持“买入”**

➤ **我们的观点：**

展望 25 年，公司稳中求进，产品端国窖 1573 稳健发展仍为核心，区域上持续深耕四川/华北，数智营销加速转型持续提升费投效率。我们预计公司能平稳渡过行业调整周期。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复较慢，我们更新公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 323.45/339.68/366.05 亿元（25-26 年原值 353.80/393.52 亿元），分别同比增长 3.7%/5.0%/7.8%；实现归母净利润 138.15/147.92/161.93 亿元（25-26 年原值 154.87/174.68 亿元），分别同比增长 2.5%/7.1%/9.5%；当前股价对应 PE 分别为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**

行业景气度恢复不及预期，营销转型不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31196	32345	33968	36605
收入同比 (%)	3.2%	3.7%	5.0%	7.8%
归属母公司净利润	13473	13815	14792	16193
净利润同比 (%)	1.7%	2.5%	7.1%	9.5%
毛利率 (%)	87.5%	87.2%	87.2%	87.5%
ROE (%)	28.4%	22.6%	21.0%	20.3%
每股收益 (元)	9.18	9.39	10.05	11.00
P/E	13.64	13.36	12.47	11.40
P/B	3.89	3.01	2.62	2.32
EV/EBITDA	8.67	8.02	7.14	6.13

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 25 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	50856	63917	73216	83690	营业收入	31196	32345	33968	36605
现金	33578	44208	50968	59713	营业成本	3888	4149	4353	4562
应收账款	11	0	0	0	营业税金及附加	4754	4528	4756	5125
其他应收款	13	23	15	26	销售费用	3538	4528	4416	4576
预付账款	124	249	261	274	管理费用	1101	1132	1155	1208
存货	13393	14267	15961	16983	财务费用	-489	-504	-530	-561
其他流动资产	3737	5170	6012	6694	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	17478	17850	18159	18405	公允价值变动收益	28	0	0	0
长期投资	2801	2842	2883	2924	投资净收益	-10	65	68	73
固定资产	9132	9463	9731	9937	营业利润	18207	18457	19762	21634
无形资产	3418	3418	3418	3418	营业外收入	24	18	18	18
其他非流动资产	2127	2127	2127	2127	营业外支出	26	18	18	18
资产总计	68335	81767	91376	102095	利润总额	18205	18457	19762	21634
流动负债	14277	13867	14254	15648	所得税	4708	4614	4941	5409
短期借款	0	0	0	0	净利润	13498	13843	14822	16226
应付账款	1844	2305	2532	2790	少数股东损益	25	28	30	32
其他流动负债	12433	11563	11722	12858	归属母公司净利润	13473	13815	14792	16193
非流动负债	6549	6549	6549	6549	EBITDA	18483	18702	20040	21939
长期借款	6280	6280	6280	6280	EPS (元)	9.18	9.39	10.05	11.00
其他非流动负债	270	270	270	270					
负债合计	20827	20417	20803	22197					
少数股东权益	120	147	177	209					
股本	1472	1472	1472	1472					
资本公积	5366	5366	5366	5366					
留存收益	40551	54366	63558	72851					
归属母公司股东权	47389	61203	70395	79689					
负债和股东权益	68335	81767	91376	102095					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19182	11750	13477	16757	成长能力				
净利润	13498	13843	14822	16226	营业收入	3.2%	3.7%	5.0%	7.8%
折旧摊销	783	813	876	939	营业利润	2.0%	1.4%	7.1%	9.5%
财务费用	302	0	0	0	归属于母公司净利	1.7%	2.5%	7.1%	9.5%
投资损失	-148	-65	-68	-73	获利能力				
营运资金变动	4498	-2841	-2153	-334	毛利率 (%)	87.5%	87.2%	87.2%	87.5%
其他经营现金流	9249	16683	16975	16560	净利率 (%)	43.2%	42.7%	43.5%	44.2%
投资活动现金流	-1383	-1121	-1117	-1112	ROE (%)	28.4%	22.6%	21.0%	20.3%
资本支出	-1177	-1145	-1145	-1145	ROIC (%)	23.0%	18.9%	17.9%	17.6%
长期投资	-281	-41	-41	-41	偿债能力				
其他投资现金流	75	65	68	73	资产负债率 (%)	30.5%	25.0%	22.8%	21.7%
筹资活动现金流	-10329	0	-5600	-6900	净负债比率 (%)	43.8%	33.3%	29.5%	27.8%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.56	4.61	5.14	5.35
长期借款	-3720	0	0	0	速动比率	2.60	3.54	3.98	4.23
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	180	0	0	0	总资产周转率	0.47	0.43	0.39	0.38
其他筹资现金流	-6789	0	-5600	-6900	应收账款周转率	2190.46	—	—	—
现金净增加额	7475	10630	6760	8745	应付账款周转率	1.85	2.00	1.80	1.71

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	9.18	9.39	10.05	11.00	P/E	13.64	13.36	12.47	11.40
每股经营现金流 (摊)	13.03	7.98	9.16	11.38	P/B	3.89	3.01	2.62	2.32
每股净资产	32.19	41.58	47.82	54.14	EV/EBITDA	8.67	8.02	7.14	6.13

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。