

泸州老窖 (000568.SZ)

2025Q1 录得正增，公司指引 3 年分红率稳步提升

优于大市

核心观点

2024 年稳健落地，股东回报指引积极。2024 年公司实现营业总收入 312.0 亿元/同比+3.2%，归母净利润 134.7 亿元/同比+1.7%；2024Q4 营业总收入 68.9 亿元/同比-16.9%，归母净利润 18.8 亿元/同比-29.9%；2025Q1 营业总收入 93.5 亿元/同比+1.8%，归母净利润 45.9 亿元/同比+0.4%。公司发布 2024-2026 年股东分红回报规划，每年度现金分红总额不低于归母净利润的 65%/70%/75%。

2024 年节奏前高后低，净利率同比略-0.63pcts。产品看，2024 年国窖品牌销售超 200 亿元、泸州老窖品牌超 100 亿元。全年中高档酒收入 275.9 亿元/同比+2.8%（量+14.4%，价-10.2%），我们预计国窖 1573 聚焦促进消费者开瓶动销、表现增速放缓；特曲 60 版在川渝、华北地区延续较快增长；老字号下半年去库调整。2024 年其他酒收入 34.7 亿元/同比+7.15%（量+3.5%，价+3.5%），2024H2 消费需求走弱、外部监管趋严，公司顺应时势增加头曲等放量，聚焦大单品也贡献吨价提升，2024H2 其他酒收入+20.8%。渠道看，2024 年传统渠道/新型渠道收入+3.2%/+4.2%，公司积极开拓终端和线上销售。毛利率看，2024 年酒类业务/中高档酒/其他酒毛利率同比-0.80/-0.41/-2.52pcts，国窖打款价降低冲减收入，其他酒毛利率下滑较多主要系智能化包装中心投入分摊至吨成本（制造费用同比+63.3%）。费用端，2024 年税金及附加率/销售费用率/管理费用率/所得税率同比+1.50/-1.80/-0.30/+0.50pcts，费用精细化管理能力仍然较好；其中单四季度税金及附加率+6.94pcts 主因淡旺季节奏差异扰动，集中进行春节备货。

2025Q1 录得正增，结合第四季度看收现表现良好。收入端看，预计国窖及中腰部产品增速略慢，头曲受益于性价比和渠道下沉增长较快，结构下移致 2025Q1 毛利率同比-1.86pcts。动销端看，经销商出库和消费者开瓶数量均正增长，开瓶率持续提升至 40%+（预计泸州特曲开瓶率更高），也受益于公司持续增加 C 段端投入和培育。2025Q1 销售费用率略+0.36pcts，税金及附加率/管理费用率分别-0.79/-0.42pcts，净利率同比-0.67pcts 至 49.1%。结合 24Q4+25Q1 看，销售收现同比+48.3%，合同负债环比 Q3 末增加 4.12 亿元，报表质量较高。

2025 年目标收入稳中求进，数字化工程长期难而正确。2022 年以来公司推动数字化转型，2024 年部分经销商和终端在开瓶拉动下实现盈利提升的正循环；2025 年定义为数字化执行年，1）进一步强化有开瓶才有配额和费用；2）高度国窖提价 20 元，用以灵活调整费用投入；3）进一步精细划分消费者类型，针对不同等级客户配称不同服务，预计在景气度向上阶段中数字化成效能加速跑通。

投资建议：白酒消费需求仍然偏弱，外部环境不确定性因素扰动，商务场景延续压力；数字化转型稳步推进，预计首先在提升内部管理效率体现，远期以消费者为中心的模型跑通后带来收入增量。下调此前收入及净利润预测并引入 2027 年预测，预计 2025-2027 年公司收入 317.4/334.0/355.4 亿元，同比+1.7%/+5.2%/+6.4%（前值 25/26 年收入+5.3%/+10.2%）；归母净利润 135.5/141.6/151.6 亿元，同比+0.5%/+4.5%/+7.1%（前值 25/26 年净利润+6.7%/+12.2%），当前股价对应 25/26 年 13.6/13.0 倍 P/E，2025 年 70%分红率对应 5.5%股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,233	31,196	31,738	33,400	35,541
(+/-%)	20.3%	3.2%	1.7%	5.2%	6.4%
净利润(百万元)	13246	13473	13546	14159	15158
(+/-%)	27.8%	1.7%	0.5%	4.5%	7.1%
每股收益(元)	9.00	9.15	9.20	9.62	10.30
EBIT Margin	57.0%	56.6%	56.0%	55.8%	56.0%
净资产收益率(ROE)	32.0%	28.4%	26.0%	25.0%	24.8%
市盈率(PE)	13.9	13.7	13.6	13.0	12.2
EV/EBITDA	11.5	11.1	10.7	10.2	9.6
市净率(PB)	4.46	3.89	3.54	3.26	3.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	125.36 元
总市值/流通市值	184524/184199 百万元
52 周最高价/最低价	197.71/98.92 元
近 3 个月日均成交额	1440.47 百万元

市场走势

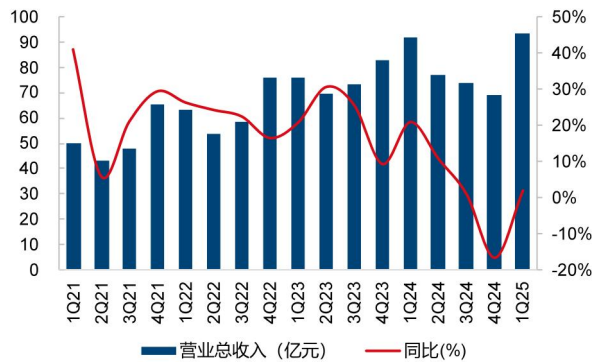


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 精耕细作稳增长，数字化改革成效逐步显现》——2025-03-03
- 《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

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



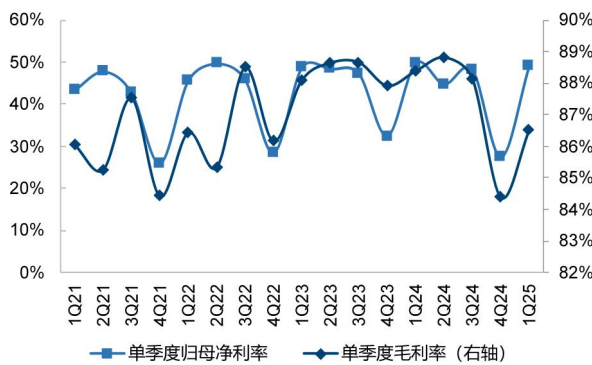
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度扣非归母净利润及同比增速



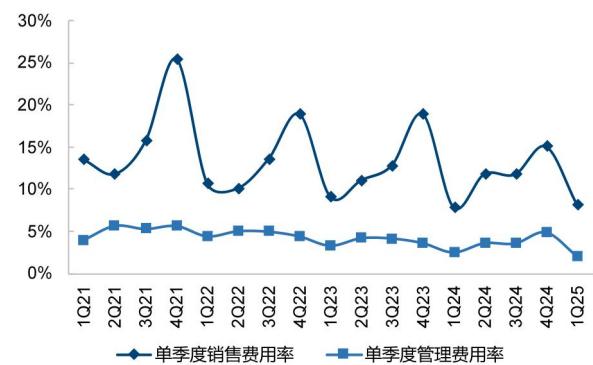
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 泸州老窖盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	31,196	33,491	36,898	31,738	33,400	-5.2%	-9.5%
收入同比增速	3.2%	5.3%	10.2%	1.7%	5.2%	-3.57pcts	-4.94pcts
毛利率	87.5%	88.7%	88.9%	87.2%	87.1%	-1.5pcts	-1.84pcts
销售费用率	11.3%	12.7%	12.2%	11.5%	11.7%	-1.16pcts	-0.46pcts
管理费用率	3.2%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%	-0.07pcts	-0.1pcts
归母净利润（百万元）	13,473	14,817	16,619	13,546	14,159	-8.6%	-14.8%
归母净利润同比增速	1.7%	6.7%	12.2%	0.5%	4.5%	-6.18pcts	-7.63pcts
净利率	43.2%	44.2%	45.0%	42.7%	42.4%	-1.56pcts	-2.65pcts
EPS（元）	9.15	10.07	11.29	9.20	9.62	-8.6%	-14.8%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）		归母净利润（亿元）		PE	
			2025/4/25	2025/4/25	2025/4/25	2025/4/25	2024A/E	2025E	2024A/E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,550	19,471	862.3	941.95	22.6	20.7		
000858.SZ	五粮液	优于大市	129	5,009	318.5	350.44	15.7	14.3		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	125	1,845	134.7	135.5	13.7	13.6		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	211	2,576	124.36	142.54	20.7	18.1		
002304.SZ	洋河股份	中性	72	1,091	83.14	81.16	13.1	13.4		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	44	143	0.74	1.61	194.6	89.3		
600702.SH	舍得酒业	中性	57	190	3.5	6.58	54.9	28.9		

000596.SZ	古井贡酒	优于大市	167	883	55.2	64.71	16.0	13.7
603369.SH	今世缘	优于大市	35	211	16.68	17.59	12.6	12.0
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	50	400	27.02	31.16	14.8	12.8
603589.SH	口子窖	优于大市	49	607	36.10	40.42	16.8	15.0
603919.SH	金徽酒	优于大市	19	99	3.9	4.18	25.4	23.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除泸州老窖以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	25952	33578	31596	35689	39812	营业收入	30233	31196	31738	33400	35541
应收款项	40	24	24	26	27	营业成本	3537	3888	4065	4310	4609
存货净额	11622	13393	12892	13766	14712	营业税金及附加	4133	4754	4836	5090	5416
其他流动资产	6317	2167	6348	6680	7108	销售费用	3974	3538	3663	3922	4087
流动资产合计	45358	50856	52554	57855	63354	管理费用	1139	1101	1257	1272	1345
固定资产	10332	9939	10000	9975	9883	研发费用	226	261	286	301	320
无形资产及其他	3398	3418	3281	3144	3008	财务费用	(371)	(489)	(245)	(340)	(422)
投资性房地产	1498	1320	1320	1320	1320	投资收益	85	(10)	250	108	116
长期股权投资	2708	2801	2801	2801	2801	资产减值及公允价值变动	63	28	28	28	28
资产总计	63294	68335	69957	75095	80366	其他收入	(126)	(215)	(149)	(164)	(183)
短期借款及交易性金融负债	79	3277	0	0	0	营业利润	17842	18207	18290	19118	20467
应付款项	2357	1844	1838	1934	2063	营业外净收支	(36)	(2)	0	0	0
其他流动负债	7635	9156	9310	9812	10395	利润总额	17806	18205	18290	19118	20467
流动负债合计	10071	14277	11148	11746	12459	所得税费用	4517	4708	4719	4932	5280
长期借款及应付债券	11499	6280	6280	6280	6280	少数股东损益	42	25	25	26	28
其他长期负债	193	270	270	270	270	归属于母公司净利润	13246	13473	13546	14159	15158
长期负债合计	11692	6549	6549	6549	6549	现金流量表（百万元）					
负债合计	21763	20827	17698	18296	19008	净利润	13246	13473	13546	14159	15158
少数股东权益	140	120	129	139	150	资产减值准备	(2)	(1)	(0)	0	0
股东权益	41391	47389	52130	56661	61208	折旧摊销	667	773	1103	1190	1256
负债和股东权益总计	63294	68335	69957	75095	80366	公允价值变动损失	(63)	(28)	(28)	(28)	(28)
关键财务与估值指标						财务费用	(371)	(489)	(245)	(340)	(422)
每股收益	9.00	9.15	9.20	9.62	10.30	营运资本变动	(2953)	3658	(3532)	(611)	(663)
每股红利	4.45	5.63	5.98	6.54	7.21	其它	23	10	10	10	11
每股净资产	28.12	32.19	35.42	38.49	41.58	经营活动现金流	10919	17886	11100	14721	15734
ROIC	30.74%	26.63%	28%	32%	33%	资本开支	0	(315)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	32.00%	28.43%	26%	25%	25%	其它投资现金流	(354)	(267)	0	0	0
毛利率	88%	88%	87%	87%	87%	投资活动现金流	(394)	(675)	(1000)	(1000)	(1000)
EBIT Margin	57%	57%	56%	56%	56%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	59%	59%	59%	59%	60%	负债净变化	6821	(3720)	0	0	0
收入增长	20%	3%	1.7%	5.2%	6.4%	支付股利、利息	(6546)	(8283)	(8805)	(9628)	(10611)
净利润增长率	28%	2%	0.5%	4.5%	7.1%	其它融资现金流	(2881)	14423	(3277)	0	0
资产负债率	35%	31%	25%	25%	24%	融资活动现金流	(2331)	(9585)	(12082)	(9628)	(10611)
股息率	3.5%	4.5%	4.8%	5.2%	5.8%	现金净变动	8194	7626	(1982)	4092	4123
P/E	13.9	13.7	13.6	13.0	12.2	货币资金的期初余额	17758	25952	33578	31596	35689
P/B	4.5	3.9	3.5	3.3	3.0	货币资金的期末余额	25952	33578	31596	35689	39812
EV/EBITDA	11.5	11.1	10.7	10.2	9.6	企业自由现金流	0	17206	9755	13411	14359
						权益自由现金流	0	27908	6660	13664	14672

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所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