

优化策略，稳中求进

核心观点

2024年下半年以来，以市场良性发展为导向，泸州老窖主动降速，稳抓五码关联数字化转型提升效率，提升终端动销，推动渠道去库存，24Q4及25Q1收入增速为-16.86%、+1.78%。行业调整期，根据市场趋势调整产品结构，优化费用效率，毛利率和归母净利率均有所下滑。展望未来，公司市场运营优势明显，产品结构清晰，区域发展思路明确，中长期高质量增长可期。

事件

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。

2024 年公司实现营收 311.96 亿元(+3.19%)；归母净利润 134.73 亿元(+1.71%)；扣非归母净利润 134 亿元(+1.89%)。其中，单 Q4 实现营收 68.93 亿元(-16.86%)；归母净利润 18.8 亿元(-29.86%)，扣非归母净利润 18.35 亿元(-31.03%)。

2025Q1，公司实现营收 93.52 亿元(+1.78%)；归母净利润 45.93 亿元(+0.41%)；扣非归母净利润 45.95 亿元(+0.94%)。

简评

以市场良性为导向，调整营销节奏，巩固市场份额

2024 年全年公司酒类主业实现营收 311.96 亿元(+3.19%)，中国白酒行业供需不平衡全面进入深度调整期，公司积极调整营销，持续巩固市场份额。分档次看，以国窖 1573、特曲、窖龄为主的中高档酒贡献营收 275.85 亿元(+2.77%)，以头曲、二曲为主的其他酒类贡献营收 34.67 亿元(+7.15%)。2024 年根据市场消费趋势，重点赋能于渠道，加快数字化转型提升动销，优先推动渠道去库存，全年国窖品牌稳固 200 亿以上体量，老窖品牌成功突破百亿规模，开瓶扫码率持续提升。

量价拆分来看，24 年中高档酒类销量+14.39%至 4.30 万吨，其他酒类销量+3.54%至 6.08 万吨；中高档酒类均吨价-10.15%至 64.17 万元/吨，其他酒类均吨价提升 3.49%至 5.71 万元/吨。2024 年，国窖经销商拿货费用前置，根据市场需求变化加大 60 版特曲、低度国窖等产品销售，销量增长而吨价有所减少，其他酒类方面头曲等单品在大众价位带表现较强。分渠道看，24 年传统渠道贡献营收 297.73 亿元(+3.20%)，线上渠道等新兴渠道贡献营收 14.79 亿元(+4.16%)。

泸州老窖(000568.SZ)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

张立

zhanglidcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100002

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 04 月 28 日

当前股价：125.36 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.57/-3.34	9.13/7.83	-31.15/-39.37
12 月最高/最低价(元)		193.62/100.02
总股本(万股)		147,195.15
流通 A 股(万股)		146,934.54
总市值(亿元)		1,845.24
流通市值(亿元)		1,841.97
近 3 月日均成交量(万)		1114.75
主要股东		
泸州老窖集团有限责任公司		25.89%

股价表现



2025Q1 公司收入、归母净利润分别实现 1.78%、0.41% 的增长，行业调整期公司以市场良性为导向，优化市场策略，24Q4 着力于市场动销提升去库存，元春旺季放量，公司表现相对稳健。

结构调整毛利率小幅波动，市场费用进一步优化

24 年公司毛利率-0.76pcts 至 87.54%，销售费用率降低 1.8pcts 至 11.34%，管理费用率降低 0.24pcts 至 3.53%，归母净利率下滑 0.63pcts 至 43.19%。毛利率下降预计主要系公司国窖拿货模式调整，腰部和大众价位产品增速较快，产品结构有所调整。2024 年，公司持续通过数字化转型提升费用效率，大幅缩减促销费用维护市场价盘，全年促销费用减少 25%。

25Q1 来看，公司毛利率减少 1.86pcts 至 86.51%，销售费用率提升 0.36pcts 至 8.2%，管理费用率降低 0.42pcts 至 2.06%，归母净利率下降 1.07pcts 至 49.11%。

顺势而为，稳中求进，老窖持续提升市场竞争力

2025 年公司经营目标为全年营业收入稳中求进。公司将加快推进市场、团队裂变，以“五码关联”引导消费者开瓶动销，维护产品价格盘，推进渠道精耕细作，扩大市场覆盖面，稳固市场份额。公司双品牌三品系齐发力格局成型，高档国窖品牌力强、稳固业绩基本盘，腰部产品逐渐释放势能，未来公司竞争力有望进一步提升。

盈利预测与投资建议：预计 2025~2027 年收入分别为 329.22、368.57、424.96 亿元，预计归母净利润 141.61、160.32、187.69 亿元，对应 2025~2027 年 PE 为 13.03、11.51、9.83X，维持“买入”评级。

风险提示：

居民消费需求复苏不及预期，近 2 年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期；经济复苏不及预期，若商务交流活动减少，公司产品在商务用酒消费场景的需求复苏节奏可能不及预期；食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,233.30	31,196.25	32,922.25	36,857.12	42,496.31
YoY(%)	20.34	3.19	5.53	11.95	15.30
净利润(百万元)	13,246.39	13,472.99	14,160.60	16,032.36	18,768.82
YoY(%)	27.79	1.71	5.10	13.22	17.07
毛利率(%)	88.30	87.54	87.04	87.06	87.30
净利率(%)	43.81	43.19	43.01	43.50	44.17
ROE(%)	32.00	28.43	25.34	24.48	24.45
EPS(摊薄/元)	9.00	9.15	9.62	10.89	12.75
P/E(倍)	13.93	13.70	13.03	11.51	9.83
P/B(倍)	4.46	3.89	3.30	2.82	2.40

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

张立

同济大学工学学士、金融硕士，2021 年 9 月加入中信建投证券，具有 4 年证券从业经验，2020 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成员，2020 年 wind 金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成员，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk