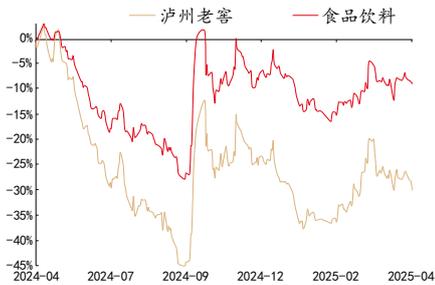




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	125.36
总股本/流通股本(亿股)	14.72 / 14.69
总市值/流通市值(亿元)	1,845 / 1,842
52周内最高/最低价	193.62 / 100.02
资产负债率(%)	30.5%
市盈率	13.66
第一大股东	泸州老窖集团有限责任公司

研究所

分析师: 蔡雪昱  
SAC 登记编号: S1340522070001  
Email: caixueyu@cnpsec.com  
分析师: 张子健  
SAC 登记编号: S1340524050001  
Email: zhangzijian@cnpsec.com

泸州老窖(000568)

业绩符合预期，25 年营收目标稳中求进

● 投资要点

公司 2024 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 311.96/311.96/134.73/134 亿元，同比 3.19%/3.19%/1.71%/1.89%。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 87.54%/43.19%，分别同比-0.76/-0.63pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.24%/11.34%/3.53%/0.84%/-1.57%，分别同比 1.57/-1.8/-0.24/0.09/-0.34pct。全年实现销售收现 400.36 亿元，同比+26.74%；经现净额 191.82 亿元，同比+80.14%；年末合同负债 39.78 亿元，同比增加 13.05 亿元，环比增加 13.24 亿元（去年同口径环比减少 2.89 亿元）。2024 年总计现金分红 87.58 亿元，分红率 65%。24 年税金及附加提升较多，主因消费税提升较多，预计与公司生产节奏波动有关（去年基数偏低）；销售费用率有所下降，主因减少了广告宣传和促销费用。经现净额表现优异，主因票据到期解汇、贴现，以及预收贷款增加。

公司单 Q4 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 68.93/68.93/18.80/18.35 亿元，同比-16.86%/-16.86%/-29.86%/-31.03%。24Q4 公司毛利率/归母净利率为 84.37%/27.27%，分别同比-3.54/-5.05pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 29.24%/15.06%/4.85%/1.72%/-3.58%，分别同比 6.94/-3.85/1.27/0.54/-2.1pct。单四季度实现销售收现 117.68 亿元，同比+198.31%，经现净额 67.17 亿元，同比+320.92%。

2024 年拆分：分产品，中高档酒/其他酒分别实现营收 275.85/34.67 亿元，同比 2.77%/7.15%，其中中高档酒销量 4.30 万吨，同比+14.39%，其他酒销量 6.08 万吨，同比+3.54%。分渠道来看，传统/新兴渠道分别实现营收 295.73/14.79 亿元，同比 3.20%/4.16%。24 年末境内/境外经销商数量分别为 1701/85 个，分别同比减少 9/19 个。

公司 2025 年 Q1 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 93.52/93.52/45.93/45.95 亿元，同比 1.78%/1.78%/0.41%/0.94%。25Q1，公司毛利率/归母净利率为 86.51%/49.11%，分别同比-1.86/-0.67pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.65%/8.2%/2.06%/0.35%/-1.34%，分别同比-0.79/0.36/-0.42/0.02/-0.63pct。25Q1 公司实现销售收现 98.67 亿元，同比-7.27%；经现净额 33.08 亿元，同比-24.12%；25Q1 末合同负债 30.66 亿元，同比增加 5.31 亿元，环比减少 9.12 亿元（去年同口径环比减少 1.38 亿元）。25Q1 公司毛利率下滑，预计主因中高档产品需求承压导致整体产品结构承压。

公司制定了《2024-2026 年度股东分红回报规划》：2024-2026 年

度，公司每年度现金分红总额占当年归属于上市公司股东净利润的比例分别不低于 65%、70%、75%，且均不低于人民币 85 亿元，原则上每年度可以进行两次现金分红。

### ● 盈利预测与投资建议

4 月底公司停止订单接收和发货，至端午节前全面清理产品价格和渠道，维护渠道和消费者利益，追求高质量发展。2025 年公司经营目标为全年营业收入稳中求进。随着消费需求的回暖，预计公司报表表现将逐年改善。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 315.76/332.55/367.59 亿元，同比增长 1.22%/5.32%/10.54%；实现归母净利润 135.85/145.25/164.77 亿元，同比增长 0.83%/6.92%/13.44%（从分红的视角来看，若 25 年按 70% 分红率来计算，对应当前股价股息率为 5.15%），对应 EPS 为 9.23/9.87/11.19 元，对应当前股价 PE 为 14/13/11 倍。

### ● 风险提示：

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	31196	31576	33255	36759
增长率(%)	3.19	1.22	5.32	10.54
EBITDA（百万元）	18490.44	18998.31	20307.84	22907.88
归属母公司净利润（百万元）	13472.99	13585.16	14524.62	16476.76
增长率(%)	1.71	0.83	6.92	13.44
EPS(元/股)	9.15	9.23	9.87	11.19
市盈率 (P/E)	13.72	13.61	12.73	11.22
市净率 (P/B)	3.90	3.37	2.94	2.57
EV/EBITDA	8.55	8.17	7.25	6.03

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	31196	31576	33255	36759	营业收入	3.2%	1.2%	5.3%	10.5%
营业成本	3888	4333	4374	4404	营业利润	2.0%	0.3%	6.9%	13.4%
税金及附加	4754	4579	4755	5220	归属于母公司净利润	1.7%	0.8%	6.9%	13.4%
销售费用	3538	3581	3738	4095	<b>获利能力</b>				
管理费用	1101	988	1007	1077	毛利率	87.5%	86.3%	86.8%	88.0%
研发费用	261	253	266	294	净利率	43.3%	43.1%	43.8%	44.9%
财务费用	-489	-263	-252	-319	ROE	28.4%	24.8%	23.1%	22.9%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	46.4%	63.1%	57.0%	64.7%
<b>营业利润</b>	<b>18207</b>	<b>18262</b>	<b>19525</b>	<b>22145</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	24	29	29	29	资产负债率	30.5%	26.0%	22.8%	20.1%
营业外支出	26	39	39	39	流动比率	3.56	4.22	4.69	5.15
<b>利润总额</b>	<b>18205</b>	<b>18253</b>	<b>19515</b>	<b>22135</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	4708	4629	4949	5614	应收账款周转率	17.21	6.85	6.85	6.85
<b>净利润</b>	<b>13498</b>	<b>13623</b>	<b>14565</b>	<b>16521</b>	存货周转率	0.29	0.31	0.31	0.31
归母净利润	13473	13585	14525	16477	总资产周转率	0.46	0.42	0.41	0.41
每股收益(元)	9.15	9.23	9.87	11.19	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	9.15	9.23	9.87	11.19
货币资金	33578	36434	43744	52157	每股净资产	32.19	37.28	42.71	48.87
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1813	4608	4853	5364	PE	13.72	13.61	12.73	11.22
预付款项	124	160	169	186	PB	3.90	3.37	2.94	2.57
存货	13393	13940	14070	14169	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>50856</b>	<b>57066</b>	<b>64770</b>	<b>73838</b>	净利润	13498	13513	14456	16411
固定资产	9161	8549	8019	7543	折旧和摊销	774	1008	1046	1091
在建工程	807	1233	1438	1444	营运资本变动	4498	-4112	-97	-135
无形资产	3418	3304	3190	3076	其他	403	-228	-217	-284
<b>非流动资产合计</b>	<b>17478</b>	<b>17276</b>	<b>16937</b>	<b>16453</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>19172</b>	<b>10182</b>	<b>15186</b>	<b>17083</b>
<b>资产总计</b>	<b>68335</b>	<b>74342</b>	<b>81708</b>	<b>90290</b>	资本开支	-1114	-700	-600	-500
短期借款	0	0	0	0	其他	-269	-32	-32	-32
应付票据及应付账款	1844	2639	2663	2682	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1383</b>	<b>-732</b>	<b>-632</b>	<b>-532</b>
其他流动负债	12433	10880	11153	11653	股权融资	180	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>14277</b>	<b>13518</b>	<b>13817</b>	<b>14335</b>	债务融资	-5217	-751	-969	-1051
其他	6549	5798	4829	3778	其他	-5292	-5844	-6276	-7087
<b>非流动负债合计</b>	<b>6549</b>	<b>5798</b>	<b>4829</b>	<b>3778</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-10329</b>	<b>-6595</b>	<b>-7245</b>	<b>-8138</b>
<b>负债合计</b>	<b>20827</b>	<b>19317</b>	<b>18646</b>	<b>18113</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>7465</b>	<b>2856</b>	<b>7309</b>	<b>8414</b>
股本	1472	1472	1472	1472					
资本公积金	5366	5366	5366	5366					
未分配利润	40551	48030	56026	65097					
少数股东权益	120	158	198	243					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>47508</b>	<b>55025</b>	<b>63062</b>	<b>72178</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>68335</b>	<b>74342</b>	<b>81708</b>	<b>90290</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048