



稳健经营，分红规划塑信心

2025 年 04 月 29 日



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：孙冉

执业证号：S0100522110004

邮箱：sunran@mszq.com

➤ **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 年全年公司实现营收/归母净利润 311.96/134.73 亿元，同比+3.19%/+1.71%；经计算，24Q4 实现营收/归母净利润 68.93/18.80 亿元，同比-16.86%/-29.86%；25Q1 实现营收/归母净利润 93.52/45.93 亿元，同比+1.78%/+0.41%。截至 24 年末/25Q1 合同负债 39.78/30.66 亿元，同比+48.83%/+20.94%，业绩蓄水池处于历史中高水位。

➤ **坚持“双品牌、三品系、大单品”的品牌策略，高档酒结构下移吨价承压，腰部产品增速较快。**酒类主营实现营收 310.53 亿元，同比 3.24%，毛利率 87.62%，同比-0.79pcts。量价拆分来看：量增 7.77%，价增-4.20%，量增是 24 年的核心驱动。**分产品看：**国窖品牌稳居 200 亿阵营，泸州老窖品牌突破 100 亿体量，市场覆盖面和渗透率进一步扩大。**①中高档酒类**（国窖 1573/特曲/窖龄等，含税销售价格≥150 元/瓶）24 年实现收入 275.85 亿元，同比+2.77%，量增+14.39%，价增-10.15%，毛利率 91.85%，同比-0.42pcts。吨价双位数下滑一方面或因产品结构下移，腰部产品特曲、60 版增速快于国窖 1573，另一方面或系国窖扫码红包投入力度较大抵减收入所致。中高档酒收入占酒类主营业务比重同比-0.41pcts 至 88.38%。**②其他酒**（头曲/黑盖等，含税销售价格 < 150 元/瓶）24 年实现收入 34.67 亿元，同比+7.15%，量增+3.54%，价增+3.49%，毛利率 53.96%，同比-2.52pcts，毛利率水平下滑主因智能化包装中心转固。**分渠道：**传统/新兴渠道分别实现营收 295.73/14.79 亿元，同比+3.20%/+4.16%；**分区域：**境内/境外分别实现营收 310.10/1.86 亿元，同比+3.17%/+5.07%；**经销商数量：**24 年末，境内/境外分别有经销商 1701/85 家，合计 1786 家，较同期净增加-9/-19 家。

➤ **结构下移叠加工厂转固拖累毛利率，数字化系统提升费效，税金确认的季度间波动压制单季净利率水平。****毛利率方面：**24A/24Q4/25Q1 分别为 87.54%/84.37%/86.51%，同比-0.76/-3.54/-1.86pcts。毛利率下滑一方面受产品结构拖累，另一方面智能化包装中心投产转固导致制造成本增加。**费用率方面：**公司 24 全年税金及附加/销售/管理费用率分别为 15.24%/11.34%/3.53%，同比+1.57/-1.80/-0.24pcts。数字化五码系统上线后，费用投放愈加精准，费效提升显著。全年销售费用同比-10.97%，其中促销费同比-25%或因权益由 B 转 C 端。单 24Q4 税金及附加/销售/管理费用率分别为 29.24%/15.06%/4.85%，同比 6.94/-3.85/+1.27pcts，税金确认季度间扰动，压制 Q4 净利率水平。25Q1 税金及附加/销售/管理费用率分别为 11.65%/8.20%/2.06%，同比-0.79/+0.36/-0.42pcts。**归母净利率：**24A/24Q4/25Q1 分别为 43.19%/27.27%/49.11%，同比-0.63/-5.05/-0.67pcts。

➤ **股东回报双保障，24 年股息率 4.75%。**公司发布《24-26 年度股东回报规划》，承诺“24-26 年每年现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 65%/70%/75%，且不低于 85 亿元（含税）”。在白酒产业结构周期调整下，公司提出股东回报双保障，彰显公司经营信心和管理层魄力，有望提振市场信心。

推荐

维持评级

当前价格：

125.60 元

相关研究

1. 泸州老窖 (000585.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 降速舒压，坚持长期主义-2024/10/31

2. 泸州老窖 (000585.SZ) 2024 年中报点评：广宣税金拖累净利率水平 阶段调整坚持长期主义-2024/08/31

3. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩稳健高增，产品升级延续-2024/04/28

4. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年三季报点评：业绩高质量增长，经营发展动力充足-2023/10/31

5. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年中报点评：业绩增长强劲，盈利再创新高-2023/08/29

公司 24 年度分红拟派发现金红利 68 亿元，叠加已实施的 20 亿元中期分红，24 年合计分配现金红利将达到 88 亿元，满足首年分红率 65% 的要求，对应 24 年股息率 4.75%。

➤ **投资建议：**行业收缩期，公司坚持长期主义的良性稳健发展，是板块内优质的低估值+高股息品种。预计公司 25-27 年分别实现营业收入 319/336/358 亿元，同比 2.2%/5.3%/6.5%，归母净利润 138/145/156 亿元，同比 2.1%/5.7%/7.5%，当前股价对应 PE 分别为 13/13/12 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**税收等产业政策调整的不确定性风险；千元价格带竞争加剧；供需不均衡导致的批发价格波动风险；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	31,196	31,883	33,572	35,755
增长率 (%)	3.2	2.2	5.3	6.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,473	13,753	14,534	15,624
增长率 (%)	1.7	2.1	5.7	7.5
每股收益 (元)	9.15	9.34	9.87	10.61
PE	14	13	13	12
PB	3.9	3.5	3.2	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	31,196	31,883	33,572	35,755
营业成本	3,888	4,121	4,398	4,705
营业税金及附加	4,754	4,623	4,828	5,113
销售费用	3,538	4,081	4,297	4,505
管理费用	1,101	1,100	1,158	1,234
研发费用	261	256	267	290
EBIT	17,700	17,752	18,678	19,962
财务费用	-489	-739	-859	-1,033
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-10	3	3	4
营业利润	18,207	18,496	19,553	21,012
营业外收支	-2	-10	-16	-9
利润总额	18,205	18,487	19,537	21,003
所得税	4,708	4,690	4,957	5,328
净利润	13,498	13,797	14,581	15,674
归属于母公司净利润	13,473	13,753	14,534	15,624
EBITDA	18,483	18,544	19,486	20,779

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	33,578	37,096	42,224	46,454
应收账款及票据	11	14	14	15
预付款项	124	168	179	191
存货	13,393	13,618	14,531	15,548
其他流动资产	3,750	5,939	6,151	6,396
流动资产合计	50,856	56,835	63,099	68,603
长期股权投资	2,801	2,801	2,801	2,801
固定资产	9,132	9,401	9,580	9,700
无形资产	3,418	3,418	3,418	3,418
非流动资产合计	17,478	17,308	17,307	17,307
资产合计	68,335	74,142	80,406	85,911
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,844	2,364	2,523	2,699
其他流动负债	12,433	12,701	13,167	12,270
流动负债合计	14,277	15,066	15,690	14,969
长期借款	6,280	6,280	6,280	6,280
其他长期负债	270	257	257	257
非流动负债合计	6,549	6,537	6,537	6,537
负债合计	20,827	21,603	22,227	21,506
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
少数股东权益	120	163	210	260
股东权益合计	47,508	52,539	58,179	64,404
负债和股东权益合计	68,335	74,142	80,406	85,911

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.19	2.20	5.30	6.50
EBIT 增长率	2.44	0.29	5.22	6.87
净利润增长率	1.71	2.08	5.68	7.50
盈利能力 (%)				
毛利率	87.54	87.07	86.90	86.84
净利率	43.19	43.14	43.29	43.70
总资产收益率 ROA	19.72	18.55	18.08	18.19
净资产收益率 ROE	28.43	26.26	25.07	24.36
偿债能力				
流动比率	3.56	3.77	4.02	4.58
速动比率	2.47	2.58	2.80	3.22
现金比率	2.35	2.46	2.69	3.10
资产负债率 (%)	30.48	29.14	27.64	25.03
经营效率				
应收账款周转天数	0.16	0.14	0.15	0.15
存货周转天数	1158.06	1179.69	1152.19	1150.62
总资产周转率	0.47	0.45	0.43	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	9.15	9.34	9.87	10.61
每股净资产	32.19	35.58	39.38	43.58
每股经营现金流	13.03	9.17	10.38	10.12
每股股利	5.95	6.07	6.42	6.90
估值分析				
PE	14	13	13	12
PB	3.9	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	8.64	8.61	8.19	7.68
股息收益率 (%)	4.74	4.84	5.11	5.49

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	13,498	13,797	14,581	15,674
折旧和摊销	783	793	808	818
营运资金变动	4,498	-1,671	-511	-1,995
经营活动现金流	19,182	13,497	15,279	14,892
资本开支	-1,177	-790	-801	-804
投资	-281	0	0	0
投资活动现金流	-1,383	-796	-798	-800
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,025	0	0	0
筹资活动现金流	-10,329	-9,184	-9,353	-9,861
现金净流量	7,475	3,518	5,128	4,230

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048