



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 28 日

### 基础数据

04 月 25 日收盘价（元）	125.36
总市值（亿元）	1,845.24
总股本（亿股）	14.72

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证食饮】泸州老窖三季报点评：主动减压，行稳致远-2024.11.01

【兴证食饮】泸州老窖中报点评：Q2 税金波动拖累盈利，销售节奏保持稳健-2024.09.01

【兴证食饮】泸州老窖：23 年圆满收官，24Q1 增长靓丽-2024.04.28

### 分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

### 分析师：金含

S0190521080003

jinhao@xyzq.com.cn

### 研究助理：王嘉琦

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

## 泸州老窖(000568.SZ)

# 平稳开局，理性务实

### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 311.96/134.73/134.00 亿元，同比+3.19%/+1.71%/+1.89%。其中 24Q4 总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 68.93/18.80/18.35 亿元，同比-16.86%/-29.86%/-31.03%。25Q1 总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 93.52/45.93/45.95 亿元，同比+1.78%/+0.41%/+0.94%。同时，公司拟每 10 股派 45.92 元，年末派发现金红利 67.59 亿元，叠加中期派发现金红利 20 亿元，24 年分红率为 65%。
- **2024 年平稳收官，四季度去库为主。**全年各品类表现平稳，四季度理性收缩、去库为主。2024 年中高档产品收入 275.85 亿元，同比增长 2.77%，收入占比 88.43%；其他酒类收入 34.67 亿元，同比增长 7.15%，收入占比 11.11%。上半年整体收入双位数增长，三季度需求转弱基本平稳，四季度渠道去库为主。预计全年各品类均表现平稳，中高档酒销量同比增长 14.4%，其中低度国窖表现好于高度，特曲、窖龄等腰部产品增速更快；均价同比-10.15%，主要系 24 年公司推进数字化改革，增加扫码红包，叠加品类结构变化；低档酒收入增长主要系头曲贡献增量。
- **25Q1 稳健增长，渠道库存降至安全水位。**预计 Q1 国窖、特曲 60 收入微增，老字号特曲、窖龄收入有所下滑，头曲收入保持双位数增长。公司淡化开门红，仍以改善渠道质量为主，春节动销稳健，积极去库已有改善。Q1 毛利率为 86.51%，同比-1.86pct，主要系产品红包仍影响均价。Q1 税金及附加占比 11.65%、同比-0.79pct，主要系确认节奏变化，其他费用项相对平稳。Q1 归母净利率为 49.11%，同比-0.67pct。此外，Q1 末合同负债余额 30.66 亿元，销售确认致环比减少 9.12 亿元，同比增长 5.31 亿元，仍处于相对高位。
- **盈利预测与投资建议：**根据 2024 年年报及 2025 年一季报调整盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入分别为 318.89/352.05/387.34 亿元，同比增长 2.2%/10.4%/10.0%，归母净利润分别为 137.21/152.20/168.50 亿元，同比增长 1.8%/10.9%/10.7%，EPS 为 9.32/10.34/11.45 元；对应 2025 年 4 月 25 日收盘价，PE 为 13.4/12.1/11.0 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济疲弱下高端千元档需求趋淡风险，千元价位加剧竞争风险，市场系统性风险。

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	31196	31889	35205	38734
同比增长	3.2%	2.2%	10.4%	10.0%
归母净利润（百万元）	13473	13721	15220	16850
同比增长	1.7%	1.8%	10.9%	10.7%
毛利率	87.5%	87.0%	86.9%	86.9%
ROE	28.4%	26.0%	25.8%	25.6%
每股收益（元）	9.15	9.32	10.34	11.45
市盈率	13.7	13.4	12.1	11.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 事件

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报: 2024 年总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 311.96/134.73/134.00 亿元, 同比+3.19%/+1.71%/+1.89%。其中 24Q4 总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 68.93/18.80/18.35 亿元, 同比-16.86%/-29.86%/-31.03%。25Q1 总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 93.52/45.93/45.95 亿元, 同比+1.78%/+0.41%/+0.94%。同时, 公司拟每 10 股派 45.92 元, 年末派发现金红利 67.59 亿元, 叠加中期派发现金红利 20 亿元, 24 年分红率为 65%。

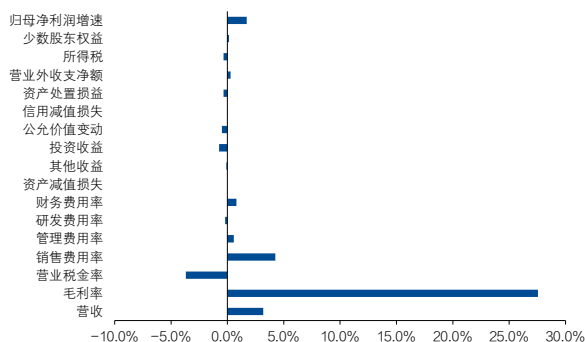
## 点评

- **2024 年平稳收官, 四季度去库为主。**
- ✓ 全年各品类表现平稳, 四季度理性收缩、去库为主。2024 年中高档产品收入 275.85 亿元, 同比增长 2.77%, 收入占比 88.43%; 其他酒类收入 34.67 亿元, 同比增长 7.15%, 收入占比 11.11%。上半年整体收入双位数增长, 三季度需求转弱基本平稳, 四季度渠道去库为主。预计全年各品类均表现平稳, 中高档酒销量同比增长 14.4%, 其中低度国窖表现好于高度, 特曲、窖龄等腰部产品增速更快; 均价同比-10.15%, 主要系 24 年公司推进数字化改革, 增加扫码红包, 叠加品类结构变化; 低档酒收入增长主要系头曲贡献增量。
- ✓ 毛利率波动叠加税金确认节奏变化致盈利能力有所下滑。2024 年/Q4 毛利率为 87.54%/84.37%, 同比-0.76pct/-3.54pct, 主要系产品红包增加影响均价及结构变化。2024 年/Q4 税金及附加占比 15.24%/29.24%, 同比+1.57pct/+6.94pct, 主要系年末生产备货导致缴税节奏变化。2024 年/Q4 销售费用率为 11.34%/15.06%, 同比-1.80pct/-3.85pct, 费用管控较好。综合以上因素, 2024 年/Q4 归母净利率为 43.19%/27.27%, 同比-0.63pct/-5.05pct。
- ✓ 财务指标表现较好: 2024 年末合同负债余额 39.78 亿元, 同比增长 13.05 亿元, 环比 Q3 末增长 13.24 亿。2024 年收现 400.36 亿元、同增 26.74%。经营活动产生现金流量净额 191.82 亿元、同增 80.14%, 主要系回款现金增加、票据同比减少。
- **25Q1 稳健增长, 渠道库存降至安全水位。**预计 Q1 国窖、特曲 60 收入微增, 老字号特曲、窖龄收入有所下滑, 头曲收入保持双位数增长。公司淡化开门红, 仍以改善渠道质量为主, 春节动销稳健, 积极去库已有改善。Q1 毛利率为 86.51%, 同比-1.86pct, 主要系产品红包仍影响均价。Q1 税金及附加占

比 11.65%、同比-0.79pct，主要系确认节奏变化，其他费用项相对平稳。Q1 归母净利率为 49.11%，同比-0.67pct。此外，Q1 末合同负债余额 30.66 亿元，销售确认致环比减少 9.12 亿元，同比增长 5.31 亿元，仍处于相对高位。

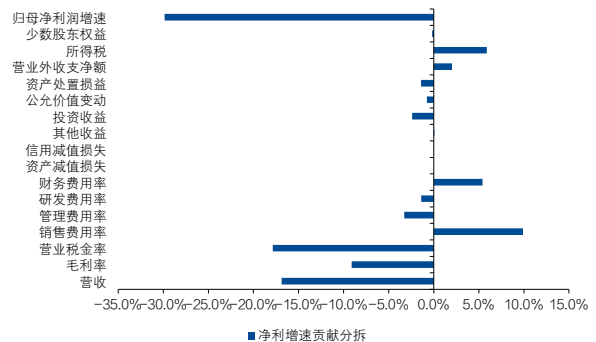
- **行业调整期经营更加理性务实，修炼内功行稳致远。**公司着力数字化建设，管理体系从顶层贯穿到基层，提高效率，维护价盘稳定、渠道秩序。今年公司将发货改为终端配额制，掌握每家终端进销存及消费者开瓶数据，实现精准投放。同时，努力公关优质领袖，提升高净值人群覆盖率。今年春节整体动销情况好于 24 年，节后库存水平有所回落，批价相对平稳。预计随着经济复苏，需求恢复，公司有望凭借出色的团队执行力积极抢抓市场，国窖因地制宜的渠道模式继续护航全国化战略推进，特曲、窖龄去库调整，预期后续将继续发力。此外，2024 年公司分红率提升至 65%，并发布 2024-2026 年分红方案，规划 2025、2026 年分红率不低于 70%、75%，且均不低于 85 亿元，持续提升股东回报，当前股息率近 5%。
- **盈利预测与投资建议：**根据 2024 年年报及 2025 年一季报调整盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入分别为 318.89/352.05/387.34 亿元，同比增长 2.2%/10.4%/10.0%，归母净利润分别为 137.21/152.20/168.50 亿元，同比增长 1.8%/10.9%/10.7%，EPS 为 9.32/10.34/11.45 元；对应 2025 年 4 月 25 日收盘价，PE 为 13.4/12.1/11.0 倍，维持“增持”评级。

图1、2024 年归母净利润增速贡献拆分



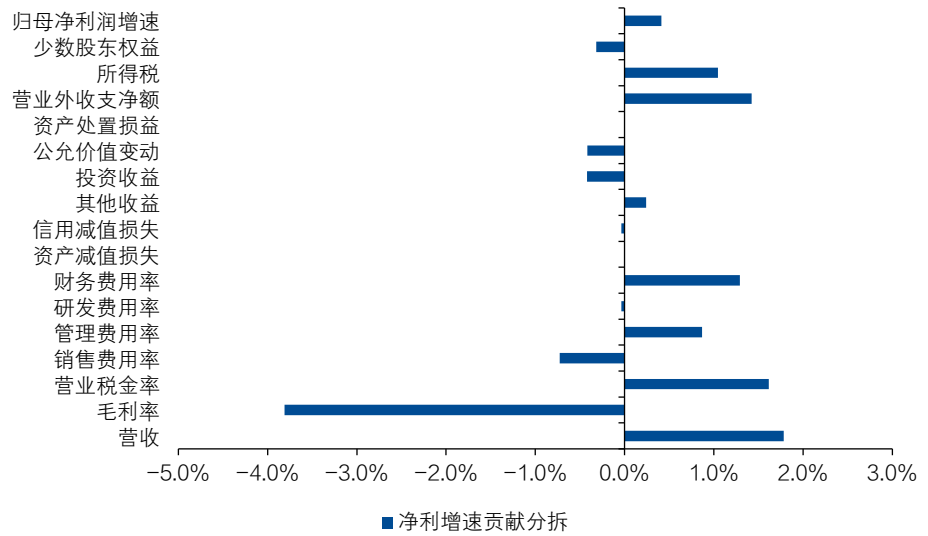
数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、24Q4 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、25Q1 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示：**宏观经济疲弱下高端千元档需求趋淡风险，千元价位加剧竞争风险，市场系统性风险。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>50856</b>	<b>56853</b>	<b>66132</b>	<b>76830</b>
货币资金	33578	40321	48763	57524
交易性金融资产	1694	1987	2369	2707
应收票据及应收账款	11	10	14	17
预付款项	124	124	138	152
存货	13393	12548	12808	14106
其他	2056	1863	2040	2324
<b>非流动资产</b>	<b>17478</b>	<b>17974</b>	<b>18668</b>	<b>19305</b>
长期股权投资	2801	2837	2844	2845
固定资产	9132	9257	9339	9378
在建工程	807	957	1099	1234
无形资产	3418	3715	4119	4525
商誉	0	0	0	0
其他	1320	1209	1267	1323
<b>资产总计</b>	<b>68335</b>	<b>74828</b>	<b>84801</b>	<b>96135</b>
<b>流动负债</b>	<b>14277</b>	<b>18764</b>	<b>23588</b>	<b>27927</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1844	6907	11015	14106
其他	12433	11856	12573	13821
<b>非流动负债</b>	<b>6549</b>	<b>3032</b>	<b>2044</b>	<b>2248</b>
长期借款	6280	2780	1780	1980
其他	270	252	264	268
<b>负债合计</b>	<b>20827</b>	<b>21795</b>	<b>25632</b>	<b>30174</b>
股本	1472	1472	1472	1472
未分配利润	39340	42769	46574	50785
少数股东权益	120	163	211	265
<b>股东权益合计</b>	<b>47508</b>	<b>53032</b>	<b>59169</b>	<b>65961</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>68335</b>	<b>74828</b>	<b>84801</b>	<b>96135</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	13473	13721	15220	16850
折旧和摊销	783	807	856	907
营运资金的变动	4498	5526	4370	2741
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>19182</b>	<b>20363</b>	<b>20515</b>	<b>20562</b>
资本支出	-1177	-1387	-1481	-1477
长期投资	-281	-369	-436	-382
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1383</b>	<b>-1616</b>	<b>-1779</b>	<b>-1734</b>
债权融资	-2025	-3505	-988	203
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-10329</b>	<b>-12004</b>	<b>-10294</b>	<b>-10066</b>
现金净变动	7475	6742	8442	8761

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>31196</b>	<b>31889</b>	<b>35205</b>	<b>38734</b>
营业成本	3888	4144	4611	5078
税金及附加	4754	4859	5365	5902
销售费用	3538	3701	3975	4220
管理费用	1101	1112	1171	1239
研发费用	261	261	282	310
财务费用	-489	-550	-591	-621
投资收益	-10	149	138	125
公允价值变动收益	28	14	17	15
信用减值损失	2	1	1	1
资产减值损失	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>18207</b>	<b>18587</b>	<b>20616</b>	<b>22817</b>
营业外收支	-2	-22	-22	-18
<b>利润总额</b>	<b>18205</b>	<b>18565</b>	<b>20594</b>	<b>22798</b>
所得税	4708	4801	5325	5895
净利润	13498	13765	15268	16903
少数股东损益	25	44	48	53
<b>归属母公司净利润</b>	<b>13473</b>	<b>13721</b>	<b>15220</b>	<b>16850</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>9.15</b>	<b>9.32</b>	<b>10.34</b>	<b>11.45</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	3.2%	2.2%	10.4%	10.0%
营业利润增长率	2.0%	2.1%	10.9%	10.7%
归母净利润增长率	1.7%	1.8%	10.9%	10.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	87.5%	87.0%	86.9%	86.9%
归母净利率	43.2%	43.0%	43.2%	43.5%
ROE	28.4%	26.0%	25.8%	25.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.5%	29.1%	30.2%	31.4%
流动比率	3.56	3.03	2.80	2.75
速动比率	2.60	2.34	2.24	2.23
<b>营运能力</b>				
资产周转率	47.4%	44.6%	44.1%	42.8%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	9.15	9.32	10.34	11.45
每股经营现金	13.03	13.83	13.94	13.97
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	13.7	13.4	12.1	11.0
PB	3.9	3.5	3.1	2.8

### 分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>