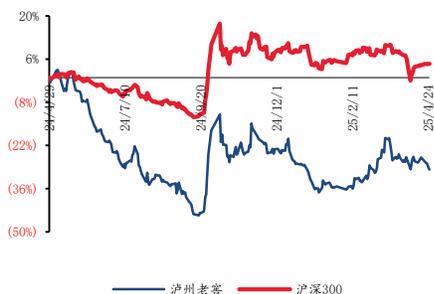


泸州老窖：扎实经营，行稳致远

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	14.72/14.69
总市值/流通(亿元)	1,845.24/1,841.97
12个月内最高/最低价(元)	197.71/98.92

相关研究报告

- <<泸州老窖: Q3 市场需求疲软环比降速, 国窖稳健增长>>—2024-10-31
- <<泸州老窖: Q2 调整节奏稳增长, 税负拖累盈利表现>>—2024-09-04
- <<泸州老窖: 全年顺利收官, 一季度业绩符合预期>>—2024-04-30

证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师: 肖依琳

电话:

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

事件: 泸州老窖发布 2024 年年报以及 2025 年一季报, 2024 年公司实现营收 311.96 亿元, 同比+3.19%, 实现归母净利润 134.73 亿元, 同比+1.71%, 扣非净利润 134.00 亿元, 同比+1.89%; 其中 2024Q4 实现营收 68.93 亿元, 同比-16.86%, 归母净利润 187.99 亿元, 同比-29.84%。2025 年第一季度公司实现营收 93.52 亿元, 同比+1.78%, 归母净利润 45.93 亿元, 同比+0.41%。公司披露“2024-2026 年度股东分红回报规划”, 计划 2024-2026 年现金分红比例不低于 65%、70%、75%, 均不低于 85 亿元(含税)。

优化渠道质量为先, 2024 年稳健收官, 2025Q1 延续稳中有升趋势。

2024 年公司营收同比增长+3.19%, 其中 Q4 营收同比-16.86%, Q4 预计由于公司以优化库存为主导致下滑, 整体符合此前预期。分产品来看, 公司中高档酒/其他酒类分别实现收入 275.85/34.67 亿元, 分别同比+2.77%/+7.15%, 据渠道调研, 预计 2024 年前三季度国窖系列实现双位数增长, Q4 优化库存放慢节奏, 预计全年国窖实现稳中有升, 中档酒中特曲 60 表现相对较好。拆分量价来看, 中高档酒销量/价格分别同比+14.4%/-10.2%, 价格同比下滑预计与公司今年加大 C 端扫码返利力度有关。2025Q1 公司延续稳健增长, 预计国窖以及特曲 60 实现稳增。

盈利水平短期略有承压, 回款仍保持优秀表现。2024 年公司实现毛利率 87.5%, 同比-0.8pct, 其中 Q4 毛利率同比-3.5pct 至 84.4%, 主因 C 端红包返利以及产品结构变化所致。费用方面, 全年销售费用、税金及附加占比分别为 11.3%/15.2%, 分别同比-1.8/+1.6pct, 其中 Q4 分别同比-3.9/+6.9pct。综上 2024 年净利率同比-0.6pct 至 43.2%, 其中 Q4 净利率同比-5.1pct。公司 Q1 毛利率同比-1.9pct 至 86.5%, 税金及附加占比同比-0.8pct 至 11.7%, Q1 净利率同比-0.7pct 至 49.1%。2024Q4+2025Q1 共计实现销售收现同比+48%, 回款质量保持较优, Q1 末公司合同负债为 30.66 亿元, 确认部分收入致环比减少 9.12 亿元, 同比增加 5.3 亿元, 合同负债仍保持较高水位。

高分红确保股东高回报, 扎实经营质量以备长远发展。展望 2025 年, 公司提出全年营收稳中求进的经营目标, 同时提出 2024-2026 年股东分红回报规划, 持续提升股东回报, 分红规划超预期。今年预计公司节后库存恢复至健康水平, 迎来近年新低。今年公司将更加注重终端渠道建设, 一是公司持续推动消费者开瓶和五码关联, 不断提升消费者开瓶扫码率; 二是公司将营销团队分为消费者建设团队和终端服务营销团队, 注重 C 端消费领袖的维护, 持续提升渠道效率。产品方面, 确保国窖站稳三大高端白酒系列位置, 系列酒构建全价格带产品矩阵, 抢先占位未来主流价格带, 同时预计将加推新产品适应光瓶酒价格带变化、补充迎合婚宴市场。公司积极调整以应对行业需求疲软, 未来随行业需求恢复, 有望实现更高弹性增长。

投资建议: 我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 9.42/10.44/11.60 元, PE 分别为 13/12/11X, 我们按照 2025 年业绩给予 15 倍, 一年目

标价 141.3 元，维持“买入”评级。

风险提示：白酒市场需求疲软，产品结构升级不及预期，竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	31,196	32,056	34,910	38,505
营业收入增长率(%)	3.19%	2.76%	8.90%	10.30%
归母净利润（百万元）	13,473	13,866	15,370	17,080
净利润增长率(%)	1.71%	2.92%	10.84%	11.12%
摊薄每股收益（元）	9.18	9.42	10.44	11.60
市盈率（PE）	13.64	13.31	12.01	10.80

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	25,952	33,578	49,377	63,777	80,204
应收和预付款项	220	135	187	195	217
存货	11,622	13,393	11,363	12,443	13,515
其他流动资产	7,565	3,750	8,396	8,866	9,638
流动资产合计	45,358	50,856	69,324	85,281	103,574
长期股权投资	2,708	2,801	2,883	2,957	3,035
投资性房地产	38	50	75	102	127
固定资产	8,613	9,132	9,791	10,378	10,916
在建工程	1,718	807	243	-302	-856
无形资产开发支出	3,398	3,418	3,697	4,009	4,304
长期待摊费用	1	2	2	2	2
其他非流动资产	46,818	52,124	70,433	86,398	104,701
资产总计	63,294	68,335	87,123	103,544	122,229
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,357	1,844	3,042	3,260	3,579
长期借款	10,000	6,280	6,280	6,280	6,280
其他负债	9,405	12,702	16,387	17,192	18,447
负债合计	21,763	20,827	25,709	26,732	28,306
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
资本公积	5,185	5,366	5,387	5,387	5,387
留存收益	35,288	40,812	54,678	70,048	87,128
归母公司股东权益	41,391	47,389	61,269	76,639	93,719
少数股东权益	140	120	145	173	204
股东权益合计	41,532	47,508	61,415	76,812	93,923
负债和股东权益	63,294	68,335	87,123	103,544	122,229

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	10,648	19,182	15,670	15,580	17,670
投资性现金流	-1,268	-1,383	-1,140	-942	-1,004
融资性现金流	-1,218	-10,329	1,270	-239	-239
现金增加额	8,164	7,475	15,799	14,399	16,428

资料来源：携宁，太平洋证券

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,233	31,196	32,056	34,910	38,505
营业成本	3,537	3,888	4,133	4,479	4,890
营业税金及附加	4,133	4,754	4,885	5,320	5,868
销售费用	3,974	3,538	3,815	4,154	4,544
管理费用	1,139	1,101	1,026	1,117	1,232
财务费用	-371	-489	-332	-601	-846
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	85	-10	96	304	235
公允价值变动	63	28	0	0	0
营业利润	17,842	18,207	18,511	20,518	22,802
其他非经营损益	-36	-2	12	12	12
利润总额	17,806	18,205	18,523	20,530	22,814
所得税	4,517	4,708	4,631	5,133	5,704
净利润	13,289	13,498	13,892	15,398	17,111
少数股东损益	42	25	26	28	31
归母股东净利润	13,246	13,473	13,866	15,370	17,080

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	88.30%	87.54%	87.11%	87.17%	87.30%
销售净利率	43.81%	43.19%	43.26%	44.03%	44.36%
销售收入增长率	20.34%	3.19%	2.76%	8.90%	10.30%
EBIT 增长率	28.48%	2.44%	2.77%	9.56%	10.23%
净利润增长率	27.79%	1.71%	2.92%	10.84%	11.12%
ROE	32.00%	28.43%	22.63%	20.06%	18.22%
ROA	20.93%	19.72%	15.92%	14.84%	13.97%
ROIC	24.27%	22.99%	18.82%	17.01%	15.69%
EPS (X)	9.02	9.18	9.42	10.44	11.60
PE (X)	19.89	13.64	13.31	12.01	10.80
PB (X)	6.38	3.89	3.01	2.41	1.97
PS (X)	8.74	5.91	5.76	5.29	4.79
EV/EBITDA (X)	13.91	8.67	7.71	6.36	5.05

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。