

2025年04月30日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

联系人

吴康辉

wkh@longone.com.cn

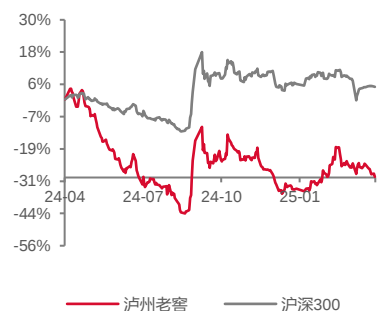
泸州老窖（000568）：经营稳健，分红持续提升

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司发布2024年报和2025年一季报，2024年实现营业收入311.96亿元（同比+3.19%，全文同），归母净利润134.73亿元（+1.71%）。2025Q1公司实现营业收入93.52亿元（+1.78%），归母净利润45.93亿元（+0.41%）。此外，每10股拟派发现金红利45.92元（含税），共计拟派发67.59亿元（含税）。
- **2024年稳健收官，中档产品放量致使量增价减。**2024年，公司酒类营收同比增长3.24%，从量价拆分来看，销量达10.38万吨（+7.77%），吨价为29.93万元（同比-4.20%）。**1）分产品来看，**2024年中高档酒类实现收入275.85亿元（+2.77%），其中销量为4.30万吨（+14.39%），吨价为64.17万元（-10.15%），国窖品牌稳居200亿阵营，泸州老窖品牌突破100亿体量，预计主要系特曲60等中档酒放量，致使吨价下降。其他类酒实现收入34.67亿元（+7.15%），销量为6.08万吨（+3.54%），吨价为5.71万元（+3.49%）。**2）分渠道，**传统渠道实现收入295.73亿元（+3.20%），新兴渠道实现收入14.79亿元（+4.16%）。
- **盈利能力略下降，现金流表现优秀。****1）盈利端，**2024年毛利率、净利率分别为87.54%（-0.76pct）和43.27%（-0.68pct）；2025Q1毛利率、净利率分别为86.51%（-1.86pct）和49.31%（-0.52pct），主要受产品结构影响。**2）费用端，**2024年、2025Q1期间费用率分别为14.14%（-2.29pct）和9.27%（-0.69pct），其中销售费率下降幅度较大，2024年销售费率同比下降1.81pct至11.34%，主要系部分冲抵收入和数字化体系助力效率提升。**现金流方面，**2024年销售收现同比提高26.74%，经营现金流净额为191.82亿元（+80.14%），主要系销售收到的现金增加，以及票据贴现增加所致；合同负债39.78亿元（同比+48.83%），回款好于收入。**分红方面，**2024年公司累计分红134.73亿元，股利支付率达65%，此外，公司发布2025-2026年股东分红回报规划，分红比例不低于70%和75%，且均不低于85亿元（含税），经测算预计2025年股息率达5.2%、2026年股息率达到6.0%，对长线资金吸引力较强。
- **投资建议：**公司经营稳健，叠加高股息，长期配置价值凸显。但考虑到当前白酒行业仍面临压力，适当调整公司2025/2026年盈利预测，新增2027年盈利预测，预计2025/2026/2027归母净利润分别为136.12/145.72/157.61亿元（2025-2026年原值为189.66/228.66亿元），增速分别为1.03%/7.05%/8.16%，对应EPS为9.25/9.90/10.71元（2025-2026年原值为12.88/15.53元），对应当前股价PE分别为13.37/12.48/11.54。维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品结构升级不及预期、市场修复不及预期、原材料波动风险。

数据日期	2025/04/30
收盘价	123.74
总股本(万股)	147,195
流通A股/B股(万股)	146,730/0
资产负债率(%)	24.67%
市净率(倍)	3.62
净资产收益率(加权)	9.48
12个月内最高/最低价	197.71/98.92



盈利预测与估值

单位：亿元	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	311.96	320.24	336.97	358.26
同比增速	3.19%	2.65%	5.22%	6.32%
归母净利润	134.73	136.12	145.72	157.61
同比增速	1.71%	1.03%	7.05%	8.16%
EPS(元)	9.15	9.25	9.90	10.71
P/E	13.50	13.37	12.48	11.54

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至2025年4月30日

附录：三大报表预测值

利润表

单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	312	320	337	358
%同比增速	3%	3%	5%	6%
营业成本	39	40	41	43
毛利	273	281	296	316
%营业收入	88%	88%	88%	88%
税金及附加	48	48	49	51
%营业收入	15%	15%	15%	14%
销售费用	35	36	37	39
%营业收入	11%	11%	11%	11%
管理费用	11	11	11	12
%营业收入	4%	3%	3%	3%
研发费用	3	3	3	3
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	-5	0	0	0
%营业收入	-2%	0%	0%	0%
投资收益	0	0	0	1
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	1
营业利润	182	184	197	213
%营业收入	58%	57%	58%	59%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	182	184	197	213
%营业收入	58%	57%	58%	59%
所得税费用	47	48	51	55
净利润	135	136	146	158
%同比增速	2%	1%	7%	8%
归属于母公司的净利润	135	136	146	158
%营业收入	43%	43%	43%	44%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	9.15	9.25	9.90	10.71

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	9.15	9.25	9.90	10.71
BVPS	32.19	35.43	38.89	42.64
PE	13.50	13.37	12.48	11.54
PEG	7.89	12.94	1.77	1.41
PB	3.84	3.49	3.18	2.90
EV/EBITDA	8.67	8.08	7.31	6.52
ROE	28%	26%	25%	25%
ROIC	23%	22%	21%	21%

资产负债表

单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	336	384	426	481
交易性金融资产	17	19	22	24
应收账款及应收票据	0	0	0	0
存货	134	133	136	141
预付账款	1	1	1	1
其他流动资产	21	25	27	28
流动资产合计	509	563	611	676
长期股权投资	28	28	28	28
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产合计	91	93	96	91
无形资产	34	38	42	43
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	4	2	2	2
其他非流动资产	17	17	21	23
资产总计	683	742	802	864
应付票据及应付账款	18	19	19	19
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	6	6	6	6
应交税费	32	33	35	37
其他流动负债	86	96	103	107
流动负债合计	143	153	162	169
递延所得税负债	2	2	2	2
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	208	219	227	234
归母公司的所有者权益	474	521	572	628
少数股东权益	1	1	2	2
股东权益	475	523	574	630
负债及股东权益	683	742	802	864

现金流量表

单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	192	137	158	166
投资	-3	-2	-4	-3
资本性支出	-12	-13	-18	-6
其他	1	0	0	1
投资活动现金流净额	-14	-15	-22	-8
债权融资	-20	15	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-83	-88	-95	-102
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-103	-74	-95	-102
现金净流量	75	48	42	55

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为 2025 年 4 月 30 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089