

25 年定调稳中求进，分红规划提振信心

投资要点

- 事件:** 公司 2024 年实现收入 312.0 亿元, 同比+3.2%, 归母净利润 134.7 亿元, 同比+1.7%; 其中 24 单 Q4 实现收入 68.9 亿元, 同比-16.9%, 归母净利润 18.8 亿元, 同比-29.9%。此外, 公司拟每 10 股派发现金红利 45.92 元 (含税)。25Q1 公司实现收入 93.5 亿元, 同比+1.8%, 归母净利润 45.9 亿元, 同比+0.4%。
- 国窖与特曲双轮驱动, 市场规模稳中有进。** 1、2024 年外部需求承压的背景下, 公司强化消费者培育和渠道建设, 市场规模稳中有进, 其中国窖品牌稳居 200 亿阵营, 特曲 60 版、头曲等单品实现较快增长, 市场覆盖面和渗透率进一步扩大。 2、分产品, 24 年中高档酒实现收入 275.9 亿元, 同比+2.8%, 其中销量同比+14.4%, 吨价同比-10.2%; 预计高端国窖平稳增长, 特曲 60 版表现亮眼, 窖龄和老字号特曲有所承压; 其他酒类实现收入 34.7 亿元, 同比+7.2%, 其中销量同比+3.5%, 吨价同比+3.5%, 主要系头曲、黑盖增长贡献。3、分渠道, 24 年传统渠道、新兴渠道分别实现收入 295.7 亿元 (+3.2%)、14.8 亿元 (+4.2%)。
- 产品结构下沉影响盈利水平, 去库存周期下现金流略有承压。** 1、24 年公司毛利率同比下降 0.8 个百分点至 87.5%, 产品结构略有下沉。费用率方面, 24 年销售费用率同比下降 1.8 个百分点至 11.3%, 其中管理费用率下降 0.2 个百分点至 3.5%, 整体费用率下降 2.3 个百分点至 14.1%; 全年净利率下降 0.7 个百分点至 43.3%。 2、25Q1 毛利率同比下降 1.9 个百分点至 86.5%; 费用率方面, 25Q1 销售费用率提升 0.4 个百分点, 管理费用率下降 0.4 个百分点, 净利率下降 0.5 个百分点至 49.3%。3、25Q1 销售收现 98.7 亿元, 同比-7.3%; 截止 25Q1 末合同负债 30.7 亿元, 同比+20.9%。
- 分红规划提振信心, 持续稳健增长可期。** 1、在白酒行业处在调整期的背景下, 公司管理层主动作为, 持续完善“五码合一”系统, 通过提升操盘能力、渠道利润、品牌形象, 不断夯实渠道和消费者基本盘, 有效抢占市场份额。2、公司注重投资者回报, 最新发布 24-26 年度股东分红规划, 24-26 年度分红率不低于 65%/70%/75%, 且均不低于人民币 85 亿元 (含税), 当前股价下对应的股息率不低于 4.6%, 配置价值凸显。3、管理层坚持长期主义和可持续发展, 公司 2025 年经营目标为全年营业收入稳中求进; 展望未来, 国窖稳居三大高端白酒之一, 伴随着宏观经济和消费信心的恢复, 公司持续稳健增长可期。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 9.39 元、10.31 元、11.31 元, 对应 PE 分别为 13 倍、12 倍、11 倍。国窖是三大高端酒之一, 稳健增长可期, 给予 2025 年 16 倍 PE, 对应目标价 150.24 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济复苏或不及预期, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	311.96	321.16	345.72	375.35
增长率	3.19%	2.95%	7.65%	8.57%
归属母公司净利润 (亿元)	134.73	138.28	151.82	166.49
增长率	1.71%	2.64%	9.79%	9.66%
每股收益 EPS (元)	9.15	9.39	10.31	11.31
净资产收益率 ROE	28.41%	26.38%	26.20%	26.33%
PE	14	13	12	11
PB	3.83	3.46	3.13	2.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪
执业证号: S1250524070007
电话: 023-63786049
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.72
流通 A 股(亿股)	14.69
52 周内股价区间(元)	100.02-193.62
总市值(亿元)	1,819.33
总资产(亿元)	667.81
每股净资产(元)	34.08

相关研究

- 泸州老窖 (000568): 24Q3 收入降速释压, 轻装上阵行稳致远 (2024-11-03)
- 泸州老窖 (000568): 24H1 收入稳健增长, 24H2 强化营销攻坚 (2024-09-02)

盈利预测与估值

关键假设：

1) 当前白酒行业仍处在调整期，产品结构短期或仍将下移；预计 2025-2027 年中高档酒（国窖、特曲、窖龄）销量增速分别为 5%、6%、7%，吨单价分别同比-2%、2%、2%，吨成本分别同比 1%、1%、1%；

2) 其他酒类主要包括头曲和黑盖，头曲性价比突出，黑盖卡位高线光瓶赛道，未来有望实现持续增长；预计 2025-2027 年其他酒类销量增速分别为 3%、3%、3%，吨单价分别提升 1%、1%、1%，吨成本分别提升 0%、1%、1%；

3) 考虑到目前白酒行业竞争加剧的现状，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 14.0%、13.5%、13.5%；管理费用率分别为 4.0%、3.6%、3.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

分业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
合计收入	营业收入（亿元）	312.0	321.2	345.7	375.4
	增速	3.2%	2.9%	7.6%	8.6%
	营业成本（亿元）	38.9	40.9	43.3	46.0
	毛利率	87.5%	87.3%	87.5%	87.7%
中高档酒 (国窖、特曲、窖龄)	销量（吨）	42991	45140	47849	51198
	YOY	14.4%	5.0%	6.0%	7.0%
	吨单价（万元/吨）	64.2	62.9	64.1	65.4
	YOY	-10.2%	-2.0%	2.0%	2.0%
	收入（亿元）	275.9	283.9	306.9	335.0
	YOY	2.8%	2.9%	8.1%	9.1%
	成本（亿元）	22.5	23.8	25.5	27.6
	吨成本（万元/吨）	5.2	5.3	5.3	5.4
	YOY	-5.3%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	91.9%	91.6%	91.7%	91.8%
其他酒类 (头曲、黑盖)	销量（吨）	60770	62594	64471	66405
	YOY	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
	吨单价（万元/吨）	5.7	5.7	5.8	5.8
	YOY	2.7%	1.0%	1.0%	1.0%
	收入（亿元）	34.7	35.8	37.2	38.7
	YOY	7.2%	3.2%	4.0%	4.0%
	成本（亿元）	16.0	16.4	17.1	17.8
	吨成本（万元/吨）	2.6	2.6	2.7	2.7
	YOY	9.5%	0.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	54.0%	54.1%	54.1%	54.1%
其他业务	收入（亿元）	1.4	1.5	1.6	1.7

分业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
	YOY	-8.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本（亿元）	0.4	0.6	0.6	0.7
	毛利率	69.6%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以白酒行业一线名酒贵州茅台，五粮液，山西汾酒作为可比公司。国窖 1573 是三大高端酒品牌之一，泸州老窖品牌势能逐步释放，双轮驱动格局越发凸显；公司在西南、华北大本营市场基础稳固，新兴的华东、华中等市场正在持续扩张中。展望未来，在优秀管理层引领下，公司通过挖掘存量、拓展增量措施，有望实现持续稳健成长。参考可比公司估值，给予 2025 年 16 倍 PE，对应目标价 150.24 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致预期

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS 摊薄（元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600519	贵州茅台	1544.00	59.49	68.64	74.94	81.67	26	22	21	19
000858	五粮液	129.55	8.21	8.81	9.49	9.86	16	15	14	13
600809	山西汾酒	202.99	10.04	11.65	13.28	14.34	21	17	14	12
平均值							21	18	17	15
000568	泸州老窖	123.60	9.15	9.39	10.31	11.31	14	13	12	11

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	311.96	321.16	345.72	375.35	净利润	134.98	138.54	152.10	166.80
营业成本	38.88	40.89	43.26	46.04	折旧与摊销	7.74	8.43	9.04	9.64
营业税金及附加	47.54	46.57	50.13	54.43	财务费用	-4.89	-8.52	-9.73	-12.00
销售费用	35.38	44.96	46.67	50.67	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	11.01	12.85	12.45	13.51	经营营运资本变动	34.05	-0.82	11.36	18.50
财务费用	-4.89	-8.52	-9.73	-12.00	其他	19.94	-1.64	-1.55	-1.60
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	191.82	135.99	161.22	181.34
投资收益	-0.10	1.19	1.19	1.19	资本支出	0.00	-15.50	-15.80	-11.00
公允价值变动损益	0.28	0.45	0.36	0.41	其他	-13.82	1.64	1.55	1.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-13.83	-13.86	-14.25	-9.40
营业利润	182.07	186.06	204.50	224.30	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	长期借款	-37.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	182.05	186.03	204.47	224.27	股权融资	1.80	0.00	0.00	0.00
所得税	47.08	47.49	52.37	57.47	支付股利	0.00	-87.57	-96.80	-113.87
净利润	134.98	138.54	152.10	166.80	其他	-67.89	-25.09	9.73	12.00
少数股东损益	0.25	0.25	0.28	0.31	筹资活动现金流净额	-103.29	-112.66	-87.07	-101.86
归属母公司股东净利润	134.73	138.28	151.82	166.49	现金流量净额	74.75	9.47	59.91	70.08
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	335.78	345.25	405.16	475.24	成长能力				
应收和预付款项	33.57	26.91	31.77	34.47	销售收入增长率	3.19%	2.95%	7.65%	8.57%
存货	133.93	140.83	149.02	158.60	营业利润增长率	2.05%	2.19%	9.91%	9.68%
其他流动资产	5.28	19.22	19.47	19.66	净利润增长率	1.57%	2.64%	9.79%	9.66%
长期股权投资	28.01	28.01	28.01	28.01	EBITDA 增长率	1.95%	0.57%	9.60%	8.89%
投资性房地产	0.50	0.50	0.50	0.50	获利能力				
固定资产和在建工程	99.39	109.26	118.59	122.42	毛利率	87.54%	87.27%	87.49%	87.73%
无形资产和开发支出	34.18	31.38	28.81	26.35	三费率	13.30%	15.35%	14.29%	13.90%
其他非流动资产	12.70	12.70	12.70	12.69	净利率	43.27%	43.14%	43.99%	44.44%
资产总计	683.35	714.08	794.03	877.93	ROE	28.41%	26.38%	26.20%	26.33%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.75%	19.40%	19.16%	19.00%
应付和预收款项	56.32	107.86	131.93	161.75	ROIC	57.95%	62.27%	67.18%	76.10%
长期借款	62.80	62.80	62.80	62.80	EBITDA/销售收入	59.28%	57.90%	58.95%	59.13%
其他负债	89.15	18.22	18.80	19.95	营运能力				
负债合计	208.27	188.88	213.53	244.50	总资产周转率	0.47	0.46	0.46	0.45
股本	14.72	14.72	14.72	14.72	固定资产周转率	3.52	3.36	3.31	3.36
资本公积	53.66	53.66	53.66	53.66	应收账款周转率	2095.47	2546.12	2428.62	2491.91
留存收益	408.12	458.83	513.85	566.48	存货周转率	0.31	0.30	0.30	0.30
归属母公司股东权益	473.89	523.75	578.77	631.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	128.34%	—	—	—
少数股东权益	1.20	1.45	1.73	2.04	资本结构				
股东权益合计	475.08	525.20	580.50	633.44	资产负债率	30.48%	26.45%	26.89%	27.85%
负债和股东权益合计	683.35	714.08	794.03	877.93	带息债务/总负债	30.15%	33.25%	29.41%	25.69%
					流动比率	3.56	4.31	4.09	3.84
					速动比率	2.62	3.17	3.08	2.96
					股利支付率	0.00%	63.33%	63.76%	68.39%
					每股指标				
					每股收益	9.15	9.39	10.31	11.31
					每股净资产	32.28	35.68	39.44	43.03
					每股经营现金	13.03	9.24	10.95	12.32
					每股股利	0.00	5.95	6.58	7.74
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	184.92	185.96	203.81	221.94					
PE	13.50	13.16	11.98	10.93					
PB	3.83	3.46	3.13	2.87					
PS	5.83	5.66	5.26	4.85					
EV/EBITDA	8.37	8.10	7.09	6.20					
股息率	0.00%	4.81%	5.32%	6.26%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn