

泸州老窖(000568)

报告日期: 2025 年 05 月 04 日

业绩符合预期，分红回报亮眼

——泸州老窖 2024&25Q1 业绩点评

投资要点

- **事件:** 24 年实现收入 311.96 亿元，同比+3.19%；实现归母净利润 134.73 亿元，同比+1.71%。25Q1 实现收入 93.52 亿元，同比+1.78%；实现归母净利润 45.93 亿元，同比+0.41%。收入业绩均符合预期。
- **我们认为:** 公司当前特曲 60 版表现较优、国窖仍显韧性，数字化转型仍为工作重心，着力进行“扩面、开瓶、拓点”，近期全系产品控货挺价彰显战略定力。展望来看，公司 25 年经营目标为全年营业收入稳中求进，我们认为公司攻守兼备，看好其在行业修复下的高弹性以及分红逐年提升下的高股息。
- **特曲 60 版引领增长，渠道结构进一步优化**
 - 1) 分产品: 24 年公司中高档酒/其他酒收入 275.85 亿元/34.67 亿元，分别同比+2.77%/+7.15%，其中中高档酒占比下降 0.36pct 至 88.43%。24 年中高端酒销量/吨价分别同比变动+14.39%/-10.15%，其他酒销量/吨价分别同比变动+3.54%/+3.49%。我们预计当前回款进度略慢于同期、节后库存水平较低、批价保持稳定，我们预计特曲 60 版引领增长、国窖表现其次（春节期间低度表现优于高度）、老字号及窖龄略承压，数字化持续推进。
 - 2) 分渠道: 24 年公司传统渠道运营模式/新兴渠道运营模式分别实现收入 295.73 亿元/14.79 亿元，分别同比+3.20%/+4.14%，其中传统渠道运营模式占比提升 0.01pct 至 94.80%，报告期内境内/境外经销商数量同比变动-9/-19 家，公司整体单经销商规模提升 4.81%至 1655.82 万元/家，渠道结构进一步优化。
- **三年分红规划亮眼，25Q1 预收款创一季度历史新高**
 - 1) 24 年毛/净利率同比-0.76/-0.68pct 至 87.54%/43.27%，25Q1 毛/净利率同比-1.86/-0.52pct 至 86.51%/49.31%，毛利率下行或主因特曲 60 版增长优于国窖+红包返利投放。
 - 2) 24 年销售/管理费用率同比-1.80/-0.15pct 至 11.34%/4.37%，25Q1 分别同比+0.36/-0.41pct 至 8.20%/2.41%，24 年销售费用率下降主因 24 年广告宣传费同比减少 4.08%、促销费同比减少 25%（23 年增长 107.62%，基数较高），广宣费用中线上广告及电视广告占比显著下降。
 - 3) 2024 年末合同负债同比变动+13.05 亿元至 39.78 亿元。25Q1 末合同负债同比变动+5.31 亿元至 30.66 亿元，25Q1 预收款创一季度历史新高。
 - 4) 2024 年经营性净现金流 191.82 亿元，同比+80.14%。25Q1 经营性净现金流 33.08 亿元，同比-24.12%。
 - 5) 分红提升亮眼: 2024-2026 年度，公司每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例分别不低于 65%、70%、75%，且均不低于人民币 85 亿元。
- **盈利预测与估值**

我们看好渠道价盘管理能力较优下的长期业绩增长持续性，预计 2025~2027 年公司收入增速为 1.00%、6.77%、7.04%；归母净利润增速分别为 0.98%、6.70%、7.11%；EPS 分别为 9.24、9.86、10.56 元；PE 分别为 13.39、12.55、11.71 倍，维持买入评级。
- **风险提示:** 消费恢复不及预期；提价效果不及预期；国窖动销不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

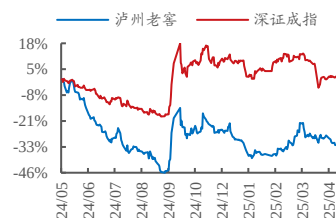
分析师: 张家祯
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
执业证书号: S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 123.74
总市值(百万元)	182,139.28
总股本(百万股)	1,471.95

股票走势图



相关报告

- 1 《控速挺价注重良性发展，销售回款承压》 2024.11.03
- 2 《24Q2 利润略低预期，税率影响盈利能力》 2024.09.01
- 3 《Q1 业绩符合预期，预收款创一季度新高》 2024.05.05

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31196	31508	33642	36010
(+/-) (%)	3.19%	1.00%	6.77%	7.04%
归母净利润	13473	13605	14517	15548
(+/-) (%)	1.71%	0.98%	6.70%	7.11%
每股收益(元)	9.15	9.24	9.86	10.56
P/E	13.52	13.39	12.55	11.71

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	50856	53694	56945	59456
现金	33578	34851	38031	41459
交易性金融资产	1694	1694	1694	1694
应收账款	11	34	73	109
其它应收款	13	22	21	21
预付账款	124	161	167	146
存货	13393	12633	12806	12530
其他	2043	4298	4152	3498
非流动资产	17478	17776	17284	17103
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2801	2726	2745	2757
固定资产	9132	9054	8781	8607
无形资产	3418	3604	3721	3798
在建工程	807	646	517	413
其他	1320	1746	1521	1528
资产总计	68335	71470	74229	76559
流动负债	14277	11536	11874	12610
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1844	1863	1832	1787
预收账款	0	0	0	0
其他	12433	9673	10042	10822
非流动负债	6549	8009	7510	7356
长期借款	6280	6280	6280	6280
其他	270	1729	1230	1076
负债合计	20827	19544	19384	19966
少数股东权益	120	154	185	222
归属母公司股东权	47389	51772	54660	56372
负债和股东权益	68335	71470	74229	76559

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19182	11376	15180	17341
净利润	13498	13639	14548	15585
折旧摊销	774	671	697	723
财务费用	(489)	(302)	(211)	(165)
投资损失	10	10	10	10
营运资金变动	5234	(2941)	126	943
其它	155	299	9	244
投资活动现金流	(1383)	(546)	(441)	(547)
资本支出	393	(349)	(208)	(358)
长期投资	(105)	83	(20)	(14)
其他	(1670)	(281)	(212)	(175)
筹资活动现金流	(10329)	(9557)	(11559)	(13365)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(3720)	0	0	0
其他	(6608)	(9557)	(11559)	(13365)
现金净增加额	7470	1273	3179	3428

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	31196	31508	33642	36010
营业成本	3888	3927	3862	3768
营业税金及附加	4754	4509	4847	5276
营业费用	3538	3623	4037	4501
管理费用	1101	1260	1346	1440
研发费用	261	264	281	301
财务费用	(489)	(302)	(211)	(165)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	28	26	39	31
投资净收益	(10)	(10)	(10)	(10)
其他经营收益	45	46	49	46
营业利润	18207	18289	19557	20955
营业外收支	(2)	(15)	(21)	(13)
利润总额	18205	18274	19536	20943
所得税	4708	4635	4987	5358
净利润	13498	13639	14548	15585
少数股东损益	25	34	32	36
归属母公司净利润	13473	13605	14517	15548
EBITDA	18852	19043	20322	21701
EPS (最新摊薄)	9.15	9.24	9.86	10.56

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.19%	1.00%	6.77%	7.04%
营业利润	2.05%	0.45%	6.93%	7.15%
归属母公司净利润	1.71%	0.98%	6.70%	7.11%
获利能力				
毛利率	87.54%	87.54%	88.52%	89.54%
净利率	43.27%	43.29%	43.24%	43.28%
ROE	30.26%	27.37%	27.19%	27.90%
ROIC	23.53%	23.15%	23.40%	24.15%
偿债能力				
资产负债率	30.48%	27.35%	26.11%	26.08%
净负债比率	45.89%	37.99%	40.14%	41.34%
流动比率	3.56	4.65	4.80	4.72
速动比率	2.62	3.56	3.72	3.72
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.45	0.46	0.48
应收账款周转率	2190.46	3334.32	4131.00	3427.25
应付账款周转率	1.85	2.12	2.09	2.08
每股指标(元)				
每股收益	9.15	9.24	9.86	10.56
每股经营现金	13.03	7.73	10.31	11.78
每股净资产	32.19	35.17	37.13	38.30
估值比率				
P/E	13.52	13.39	12.55	11.71
P/B	3.84	3.52	3.33	3.23
EV/EBITDA	5.38	8.04	7.40	6.80

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>