

泸州老窖（000568.SZ） 主动调控，着眼长远

2025 年 05 月 05 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060002

证书编号: S0790524010001

日期 2025/4/30

当前股价(元)	123.74
---------	--------

一年最高最低(元)	197.71/98.92
-----------	--------------

总市值(亿元)	1,821.39
---------	----------

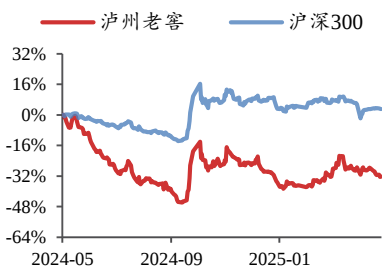
流通市值(亿元)	1,818.17
----------	----------

总股本(亿股)	14.72
---------	-------

流通股本(亿股)	14.69
----------	-------

近3个月换手率(%)	44.97
------------	-------

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《收入增速行业前列，盈利能力持续提升—公司信息更新报告》-2024.5.5

● 公司主动调整目标，立足长远健康发展，维持“买入”评级

泸州老窖 2024 年公司实现收入 312.0 亿元，同比+3.2%，归母净利润 134.7 亿元，同比+1.7%。其中 2024Q4 实现收入 68.9 亿元，同比下降 16.9%，归母净利润 18.79 亿元，同比下降 29.9%。2025Q1 公司实现收入 93.52 亿元，同比+1.78%，归母净利润 45.93 亿元，同比+0.41%。符合市场此前预期。我们维持 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 139.4、144.9、152.4 亿元，同比分别+3.4%、+3.9%、+5.2%，EPS 分别为 9.47、9.84、10.35 元，当前股价对应估值分别为 13.1、12.6、12.0 倍，面对环境变化，公司着眼点变为产品价格和市场秩序，合理调整增长要求，立足长远健康发展，维持“买入”评级。

● 中高档酒价跌量增，高度国窖销售承压

2024 年公司中高档酒实现收入 275.9 亿元，同比+2.8%，其中销量/吨价分别+14.4%/-10.2%，低度国窖增速预计高个位数，高度国窖预计个位数下降。其他酒类实现营收 34.7 亿元，同比+7.1%，其中销售量分别同比+3.6%/+3.5%。

● 注重市场秩序，减轻经销商压力

2024 年销售收现 400.4 亿，同比+26.7%，高于收入增速，2025Q1 销售收现 98.7 亿，同比-7.2%，低于收入增速。主要原因是国窖销售公司回款节奏影响。经销商层面看，国窖为稳定市场秩序、提高费用投放效率，推行五码系统，经销商回款节奏较为平稳克制，平台公司阶段性冲量承担回款任务。

● 毛利率下降，费用率下降，盈利能力承压

受中高档酒吨价下降影响，2024 年公司毛利率同比下降 0.8pct 至 87.5%，税金附加比例/销售费用率/管理费用率同比变化+1.6/-1.8/-0.2pct，期间公司通过数字化方式强调费用精准度、薪酬考核更加严格，费用率有明显改善。归母净利率同比-0.6pct 至 43.2%。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,233	31,196	31,399	32,608	33,596
YOY(%)	20.3	3.2	0.7	3.9	3.0
归母净利润(百万元)	13,246	13,473	13,938	14,485	15,240
YOY(%)	27.8	1.7	3.4	3.9	5.2
毛利率(%)	88.3	87.5	87.0	87.1	87.2
净利率(%)	44.0	43.3	44.5	44.5	45.4
ROE(%)	32.0	28.4	22.7	20.4	18.7
EPS(摊薄/元)	9.00	9.15	9.47	9.84	10.35
P/E(倍)	13.8	13.5	13.1	12.6	12.0
P/B(倍)	4.4	3.8	3.0	2.6	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	45358	50856	62287	69512	79573	营业收入	30233	31196	31399	32608	33596
现金	25952	33578	45423	51516	61960	营业成本	3537	3888	4084	4193	4308
应收票据及应收账款	17	11	18	12	19	营业税金及附加	4133	4754	4553	4728	4871
其他应收款	23	13	23	14	24	营业费用	3974	3538	4082	4565	4535
预付账款	202	124	204	137	215	管理费用	1139	1101	1099	1141	1176
存货	11622	13393	12882	14095	13618	研发费用	226	261	188	196	202
其他流动资产	7542	3737	3737	3737	3737	财务费用	-371	-489	-808	-1109	-1392
非流动资产	17936	17478	17992	18476	18852	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	2708	2801	2994	3187	3380	其他收益	54	44	47	45	47
固定资产	8613	9132	8909	8997	8960	公允价值变动收益	63	28	21	25	34
无形资产	3398	3418	3963	4163	4421	投资净收益	85	-10	113	109	109
其他非流动资产	3217	2127	2126	2129	2091	资产处置收益	45	1	16	20	21
资产总计	63294	68335	80279	87988	98426	营业利润	17842	18207	18424	19125	20119
流动负债	10071	14277	13391	12492	13624	营业外收入	36	24	29	29	30
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	72	26	80	60	60
应付票据及应付账款	2357	1844	2569	1962	2693	利润总额	17806	18205	18373	19094	20089
其他流动负债	7714	12433	10822	10529	10931	所得税	4517	4708	4409	4583	4821
非流动负债	11692	6549	5417	4249	3013	净利润	13289	13498	13963	14512	15268
长期借款	11499	6280	5148	3979	2743	少数股东损益	42	25	26	27	28
其他非流动负债	193	270	270	270	270	归属母公司净利润	13246	13473	13938	14485	15240
负债合计	21763	20827	18808	16741	16637	EBITDA	18454	18386	17975	18418	19160
少数股东权益	140	120	145	172	200	EPS(元)	9.00	9.15	9.47	9.84	10.35
股本	1472	1472	1472	1472	1472						
资本公积	5185	5366	5366	5366	5366	主要财务比率					
留存收益	35288	40812	48501	57029	66718	成长能力					
归属母公司股东权益	41391	47389	61326	71075	81589	营业收入(%)	20.3	3.2	0.7	3.9	3.0
负债和股东权益	63294	68335	80279	87988	98426	营业利润(%)	28.9	2.0	1.2	3.8	5.2
						归属于母公司净利润(%)	27.8	1.7	3.4	3.9	5.2
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	88.3	87.5	87.0	87.1	87.2
经营活动现金流	10648	19182	15089	11784	15837	净利率(%)	44.0	43.3	44.5	44.5	45.4
净利润	13289	13498	13963	14512	15268	ROE(%)	32.0	28.4	22.7	20.4	18.7
折旧摊销	668	774	567	596	631	ROIC(%)	59.0	70.6	76.6	69.1	77.1
财务费用	-371	-489	-808	-1109	-1392	偿债能力					
投资损失	-85	10	-113	-109	-109	资产负债率(%)	34.4	30.5	23.4	19.0	16.9
营运资金变动	-3844	4498	1492	-2091	1482	净负债比率(%)	-34.5	-50.4	-63.3	-64.8	-70.7
其他经营现金流	992	891	-12	-14	-43	流动比率	4.5	3.6	4.7	5.6	5.8
投资活动现金流	-1268	-1383	-931	-925	-843	速动比率	3.3	2.6	3.7	4.4	4.8
资本支出	1502	1188	888	887	814	营运能力					
长期投资	107	-281	-193	-193	-193	总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
其他投资现金流	127	87	151	154	164	应收账款周转率	2584.0	2190.5	2190.5	2190.5	2190.5
筹资活动现金流	-1218	-10329	-2314	-4765	-4550	应付账款周转率	1.5	1.9	1.9	1.9	1.9
短期借款	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期借款	5323	-5219	-1132	-1168	-1236	每股收益(最新摊薄)	9.00	9.15	9.47	9.84	10.35
普通股增加	0	-0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	7.23	13.03	10.25	8.01	10.76
资本公积增加	385	180	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	28.12	32.19	41.66	48.29	55.43
其他筹资现金流	-6927	-5290	-1182	-3597	-3314	估值比率					
现金净增加额	8164	7475	11845	6093	10444	P/E	13.8	13.5	13.1	12.6	12.0
						P/B	4.4	3.8	3.0	2.6	2.2
						EV/EBITDA	9.0	8.5	7.9	7.3	6.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn