

2025年05月08日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩稳健增长，2025年稳中求进

—泸州老窖（000568.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn  
联系人：肖燕南 S1050123060024  
xiaoyan@cfsc.com.cn

2025年4月27日，泸州老窖发布2024年年报及2025一季报。

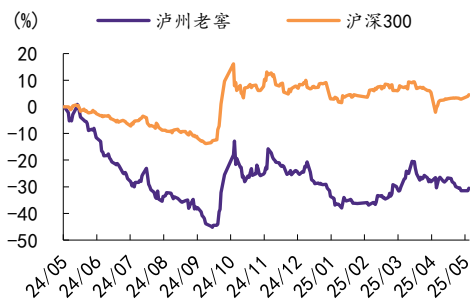
## 投资要点

### 基本数据

2025-05-07

当前股价(元)	125.87
总市值(亿元)	1853
总股本(百万股)	1472
流通股本(百万股)	1469
52周价格范围(元)	100.02-192.74
日均成交额(百万元)	1650.75

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《泸州老窖（000568）：浓香鼻祖壮志凌云，三大品系交替发力》2024-12-15
- 《泸州老窖（000568）：业绩表现稳健，费投同比优化》2024-10-31
- 《泸州老窖（000568）：利润略不及预期，税负占比形成拖累》2024-09-01

### 业绩稳健增长，销售回款表现较好

业绩符合预期，收入利润稳健增长。2024年总营收/归母净利润分别为311.96/134.73亿元，分别同比+3%/+2%；2024Q4总营收/归母净利润分别为68.93/18.80亿元，分别同比-17%/-30%；2025Q1总营收/归母净利润分别为93.52/45.93亿元，分别同比+2%/+0.4%。盈利能力同比略下降，销售费用率同比优化。2024年毛利率/净利率分别为88%/43%，分别同比-0.8/-0.7pcts；2025Q1毛利率/净利率分别为87%/49%，分别同比-1.9/-0.5pcts。2024年销售/管理费用率分别为11%/4%，分别同比-1.8/-0.2pcts；2025Q1销售/管理费用率分别为8%/2%，分别同比+0.4/-0.4pcts。全年经营净现金流同比大幅增长，Q1销售回款表现稳健。2024年经营净现金流/销售回款分别为191.82/400.36亿元，分别同比+80%/+27%。2025Q1经营净现金流/销售回款分别为33.08/98.67亿元，分别同比-24%/-7%。截至2025Q1末，公司合同负债30.66亿元（环比-9.12亿元）。

### 新兴渠道盈利能力提升，中高档酒类销量同增

分产品看，2024年中高档酒类/其他酒类营收分别为275.85/34.67亿元，分别同比+2.77%/+7.15%，中高档酒类产品营收占比达88.43%，其他酒类营收增长同比略快。量价拆分看，2024年中高档酒类/其他酒类销量为4.30/6.08万吨，同比+14.39%/+3.54%；2024年均价分别为64.17/5.71万元/吨，同比-10.15%/+3.49%，其他酒类均价同比增长。分渠道看，2024年传统渠道/新兴渠道营收分别为295.73/14.79亿元，分别同比+3.20%/+4.16%；毛利率分别为88.00%/80.11%，分别同比-1.03/+4.11pcts。分区域看，2024年境内/境外营收分别为310.10/1.86亿元，分别同比+3.17%/+5.17%，华北、西南等粮仓市场夯基筑垒，华东、北京等高地市场增长迅速，华中、华南等机会市场持续突破。

### 盈利预测

我们看好国窖1573大单品稳价盘提份额，战略长远规划，充

分发挥品牌优势。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 9.27/10.15/11.15 元，当前股价对应 PE 分别为 14/12/11 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、国窖增长不及预期、特曲 60 增长不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	31,196	32,082	34,246	36,923
增长率（%）	3.2%	2.8%	6.7%	7.8%
归母净利润（百万元）	13,473	13,641	14,934	16,415
增长率（%）	1.7%	1.2%	9.5%	9.9%
摊薄每股收益（元）	9.15	9.27	10.15	11.15
ROE（%）	28.4%	24.5%	23.2%	22.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	33,578	40,822	50,940	61,752
应收款	24	26	38	51
存货	13,393	11,264	10,466	9,759
其他流动资产	3,861	7,569	7,324	7,044
流动资产合计	50,856	59,681	68,768	78,605
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	1,694	1,794	1,844	1,874
固定资产	9,132	9,007	8,600	8,105
在建工程	807	323	129	52
无形资产	3,418	3,247	3,076	2,914
长期股权投资	2,801	2,951	3,151	3,301
其他非流动资产	1,320	1,320	1,320	1,320
非流动资产合计	17,478	16,848	16,277	15,691
资产总计	68,335	76,529	85,045	94,297
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	1,844	3,004	2,878	2,788
其他流动负债	8,454	8,454	8,454	8,454
流动负债合计	14,277	14,359	14,147	13,974
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	6,280	6,290	6,295	6,298
其他非流动负债	270	270	270	270
非流动负债合计	6,549	6,559	6,564	6,567
负债合计	20,827	20,918	20,712	20,542
<b>所有者权益</b>				
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
股东权益	47,508	55,611	64,333	73,755
负债和所有者权益	68,335	76,529	85,045	94,297

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	13498	13696	14994	16481
少数股东权益	25	55	60	66
折旧摊销	773	780	763	727
公允价值变动	28	6	5	4
营运资金变动	4859	-1399	871	831
经营活动现金净流量	19182	13137	16692	18109
投资活动现金净流量	-1383	359	350	393
筹资活动现金净流量	-10556	-5583	-6267	-7055
现金流量净额	7,243	7,913	10,776	11,447

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,196	32,082	34,246	36,923
营业成本	3,888	4,260	4,379	4,639
营业税金及附加	4,754	4,876	5,171	5,538
销售费用	3,538	4,074	4,315	4,615
管理费用	1,101	1,219	1,267	1,329
财务费用	-489	-860	-1,143	-1,446
研发费用	261	268	286	309
费用合计	4,412	4,702	4,726	4,808
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	28	6	5	4
投资收益	-10	60	50	40
营业利润	18,207	18,350	20,055	22,007
加:营业外收入	24	25	20	17
减:营业外支出	26	40	30	20
利润总额	18,205	18,335	20,045	22,004
所得税费用	4,708	4,639	5,051	5,523
净利润	13,498	13,696	14,994	16,481
少数股东损益	25	55	60	66
归母净利润	13,473	13,641	14,934	16,415

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	3.2%	2.8%	6.7%	7.8%
归母净利润增长率	1.7%	1.2%	9.5%	9.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	87.5%	86.7%	87.2%	87.4%
四项费用/营收	14.1%	14.7%	13.8%	13.0%
净利率	43.3%	42.7%	43.8%	44.6%
ROE	28.4%	24.5%	23.2%	22.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.5%	27.3%	24.4%	21.8%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1295.7	1216.7	912.5	730.0
存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	9.15	9.27	10.15	11.15
P/E	13.8	13.6	12.4	11.3
P/S	5.9	5.8	5.4	5.0
P/B	3.9	3.3	2.9	2.5

## 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**张倩：**厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。