

分析师: 刘冉  
 登记编码: S0730516010001  
 liuran@ccnew.com 021-50586281

# 一季度环比改善, 销售增长中枢下沉

——泸州老窖(000568)业绩点评

## 证券研究报告-年报点评

谨慎增持(首次)

### 市场数据(2025-05-08)

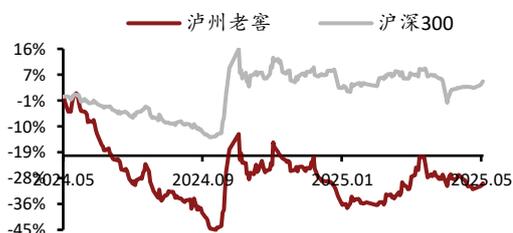
收盘价(元)	127.18
一年内最高/最低(元)	192.74/100.02
沪深 300 指数	3,852.90
市净率(倍)	3.73
流通市值(亿元)	1,868.48

发布日期: 2025 年 05 月 09 日

### 基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	34.08
每股经营现金流(元)	2.25
毛利率(%)	86.51
净资产收益率_摊薄(%)	9.16
资产负债率(%)	24.67
总股本/流通股(万股)	147,195.15/146,916.49
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

### 相关报告

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

### 投资要点:

- **公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报:** 2024 年, 公司实现营业收入 311.96 亿元, 同比增 3.19%; 实现归母扣非净利润 134 亿元, 同比增 1.89%。2025 年一季度, 公司实现营业收入 93.52 亿元, 同比增 1.78%; 录得归母扣非净利润 45.95 亿元, 同比增 0.94%。
- **销售增长大幅收窄。** 2024 年, 公司收入同比增 3.19%, 较 2023 年收窄 17.15 个百分点。其中, 一、二季度的收入分别增长 20.74% 和 10.51%, 保持了既有的增长水平; 三、四季度的收入增长分别降至 0.67% 和 -16.86%, 下半年收入增长出现了急速的恶化。2025 年一季度, 收入增长 1.78%, 延续了上年后半段的情况。白酒行业进入存量竞争阶段, 社会需求不足导致经销渠道承压, 因而厂商收入增长收窄是目前普遍存在的情况。根据 Choice 数据, 截至 2025 年 5 月 6 日, 52 度 500ml 国窖 1573 的市场批价为 860 元/瓶, 出厂价为 980 元/瓶, 批价低于出厂价, 价格形成“倒挂”。因而, 公司执行控货策略以减轻渠道压力, 也给予产品价格一定支撑。我们认为, 公司三、四季度的收入情况是公司主动控货的结果。
- **中高档白酒量增价减, 整体盈利能力下滑。** 2024 年, 公司的中高档白酒营收 275.85 亿元, 同比增 2.77%, 在公司同期营收中占比 88.43%; 本期, 中高档白酒销售 42990.65 吨, 同比增 14.39%。由此简单核算, 本期中高档白酒的出厂均价下降 10.16%, 中高档的产品结构下沉。本期, 中高档白酒的毛利率录得 91.85%, 同比下降 0.42%。2024 年, 中高档之外的其它白酒的毛利率同比下降 2.52% 至 53.96%。整体来看, 2024 年公司的毛利率出现下滑, 2025 年一季度延续了这一趋势。2024 年公司产品的综合毛利率为 87.54%, 同比下降 0.76 个百分点; 2025 年一季度, 毛利率为 86.51%, 相比 2024 年下降 1.03 个百分点。
- **公司控费保利润。** 2024 年, 公司的销售费用同比减少 10.97%, 其中促销费用和广告费用分别减少 25% 和 4.08%。此外, 2024 年的管理费用同比减少 3.4%。各项费用中, 除研发费用增长外, 销售、管

理、财务费用均同比减少。在严控费用的情况下，2024 年公司的净利率仍下滑 0.68 个百分点至 43.27%；2025 年一季度，费控效果显现，当季净利率上升至 49.31%，较 2024 年上升 6.04 个百分点。

- **合同负债增多。**截至 2024 年，公司的合同负债增至 39.78 亿元，较 2023 年同期增长 48.82%；2025 年一季度，合同负债降至 30.66 亿元，但也高于往年同期。合同负债增多与公司控货的运营策略有关，已经预收贷款的货物延迟发货导致了该指标升高。
- **存货周转天数上升。**2024 年，公司的存货周转天数 1157.93 天，较 2023 年上升 65.70 天，较 2022 年升高 243.53 天。存货周转效率下降暗示渠道动销进一步放缓。但是，在公司控货指导下 2025 年一季度存货周转效率明显改善：一季度，公司的存货周转天数 951.37 天，较 2023 年一季度下降 36.56 天，较 2022 年一季度下降 40.91 天。
- **投资评级：**我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益为 9.46 元、10.12 元和 10.68 元，参照 5 月 8 日收盘价 127.18 元，对应的市盈率分别为 13.44 倍、12.57 倍和 11.91 倍，给予公司“谨慎增持”评级。

**风险提示：**白酒消费不足，销售增长大幅回落的同时，产品结构一并下沉，导致头部白酒厂商的盈利能力削弱。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	30,233	31,196	32,694	35,211	37,429
增长比率（%）	20.34	3.19	4.80	7.70	6.30
净利润（百万元）	13,246	13,473	13,932	14,894	15,717
增长比率（%）	27.79	1.71	3.41	6.91	5.52
每股收益(元)	9.00	9.15	9.46	10.12	10.68
市盈率(倍)	14.13	13.89	13.44	12.57	11.91

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>45,358</b>	<b>50,856</b>	<b>54,633</b>	<b>59,169</b>	<b>64,363</b>
现金	25,952	33,578	35,363	37,729	41,142
应收票据及应收账款	17	11	13	14	16
其他应收款	23	13	18	22	25
预付账款	202	124	138	148	155
存货	11,622	13,393	14,985	16,760	18,222
其他流动资产	7,542	3,737	4,116	4,494	4,803
<b>非流动资产</b>	<b>17,936</b>	<b>17,478</b>	<b>18,145</b>	<b>18,974</b>	<b>19,762</b>
长期投资	2,708	2,801	2,881	2,941	2,981
固定资产	8,613	9,132	9,422	9,771	10,171
无形资产	3,398	3,418	3,614	3,760	3,825
其他非流动资产	3,217	2,127	2,228	2,502	2,784
<b>资产总计</b>	<b>63,294</b>	<b>68,335</b>	<b>72,777</b>	<b>78,143</b>	<b>84,125</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,071</b>	<b>14,277</b>	<b>16,838</b>	<b>17,966</b>	<b>18,921</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,357	1,844	1,990	2,168	2,296
其他流动负债	7,714	12,433	14,848	15,798	16,625
<b>非流动负债</b>	<b>11,692</b>	<b>6,549</b>	<b>3,537</b>	<b>2,537</b>	<b>2,037</b>
长期借款	10,000	6,280	3,280	2,280	1,780
其他非流动负债	1,692	270	257	257	257
<b>负债合计</b>	<b>21,763</b>	<b>20,827</b>	<b>20,375</b>	<b>20,503</b>	<b>20,958</b>
少数股东权益	140	120	146	173	201
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
资本公积	5,185	5,366	5,366	5,366	5,366
留存收益	35,288	40,812	45,686	50,897	56,396
归属母公司股东权益	41,391	47,389	52,256	57,467	62,966
<b>负债和股东权益</b>	<b>63,294</b>	<b>68,335</b>	<b>72,777</b>	<b>78,143</b>	<b>84,125</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,648</b>	<b>19,182</b>	<b>14,530</b>	<b>15,155</b>	<b>16,148</b>
净利润	13,289	13,498	13,958	14,921	15,745
折旧摊销	677	783	852	901	927
财务费用	324	302	202	121	91
投资损失	-85	-148	-82	-88	-94
营运资金变动	-3,844	4,498	-578	-711	-525
其他经营现金流	288	249	177	11	3
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,268</b>	<b>-1,383</b>	<b>-1,972</b>	<b>-1,986</b>	<b>-1,926</b>
资本支出	-1,432	-1,177	-1,614	-1,683	-1,679
长期投资	107	-281	-430	-390	-340
其他投资现金流	57	75	72	87	93
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,218</b>	<b>-10,329</b>	<b>-10,772</b>	<b>-10,804</b>	<b>-10,808</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	6,821	-3,720	-3,000	-1,000	-500
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	385	180	0	0	0
其他筹资现金流	-8,425	-6,789	-7,772	-9,804	-10,308
<b>现金净增加额</b>	<b>8,164</b>	<b>7,475</b>	<b>1,785</b>	<b>2,366</b>	<b>3,413</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>30,233</b>	<b>31,196</b>	<b>32,694</b>	<b>35,211</b>	<b>37,429</b>
营业成本	3,537	3,888	4,316	4,789	5,165
营业税金及附加	4,133	4,754	4,904	5,352	5,802
营业费用	3,974	3,538	3,858	4,225	4,492
管理费用	1,139	1,101	1,112	1,127	1,160
研发费用	226	261	281	296	329
财务费用	-371	-489	-570	-622	-664
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	54	44	43	42	41
公允价值变动收益	63	28	0	0	0
投资净收益	85	-10	82	88	94
资产处置收益	45	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>17,842</b>	<b>18,207</b>	<b>18,920</b>	<b>20,176</b>	<b>21,282</b>
营业外收入	36	24	26	28	24
营业外支出	72	26	32	41	29
<b>利润总额</b>	<b>17,806</b>	<b>18,205</b>	<b>18,914</b>	<b>20,163</b>	<b>21,277</b>
所得税	4,517	4,708	4,955	5,242	5,532
<b>净利润</b>	<b>13,289</b>	<b>13,498</b>	<b>13,958</b>	<b>14,921</b>	<b>15,745</b>
少数股东损益	42	25	27	27	28
<b>归属母公司净利润</b>	<b>13,246</b>	<b>13,473</b>	<b>13,932</b>	<b>14,894</b>	<b>15,717</b>
EBITDA	17,956	18,483	19,195	20,443	21,540
EPS (元)	9.00	9.15	9.46	10.12	10.68

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	20.34	3.19	4.80	7.70	6.30
营业利润 (%)	28.85	2.05	3.92	6.64	5.48
归属母公司净利润 (%)	27.79	1.71	3.41	6.91	5.52
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	88.30	87.54	86.80	86.40	86.20
净利率 (%)	43.81	43.19	42.61	42.30	41.99
ROE (%)	32.00	28.43	26.66	25.92	24.96
ROIC (%)	24.27	22.99	22.38	22.34	21.87
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	34.38	30.48	28.00	26.24	24.91
净负债比率 (%)	52.40	43.84	38.88	35.57	33.18
流动比率	4.50	3.56	3.24	3.29	3.40
速动比率	3.31	2.60	2.33	2.33	2.41
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.53	0.47	0.46	0.47	0.46
应收账款周转率	2583.95	2190.46	2768.28	2622.13	2490.64
应付账款周转率	1.52	1.85	2.25	2.30	2.31
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	9.00	9.15	9.46	10.12	10.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	7.23	13.03	9.87	10.30	10.97
每股净资产 (最新摊薄)	28.12	32.19	35.50	39.04	42.78
<b>估值比率</b>					
P/E	14.13	13.89	13.44	12.57	11.91
P/B	4.52	3.95	3.58	3.26	2.97
EV/EBITDA	13.91	8.67	8.33	7.66	7.09

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。