

食品饮料

2025 年 06 月 25 日

泸州老窖 (000568)

——目标稳健，经营务实

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- 事件：**公司发布控股股东增持公司股份计划实施进展公告，截至公告日，老窖集团通过集中竞价交易方式累计增持公司股份比例达 0.14%，老窖集团及其一致行动人泸州市兴泸投资集团有限公司合计持股比例为 50.98%。此外公司前期发布 2024-2026 年度股东分红回报规划的公告，2024-2026 年，公司每年度现金分红总额占当年归属于上市公司股东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（含税）。
- 投资评级与估值：**结合宏观经济环境形势，下调 25-26 年盈利预测，新增 27 年盈利预测，预测 25-27 年归母净利润分别为 135.3、140.2、147.8 亿（25-26 年前次为 195.2、228.2 亿元），同比增长 0.4%、3.6%和 5.4%，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 12x、12x、11x，与头部高端、次高端酒企比较来看估值仍处合理区间，维持“买入”评级。短期来看全年目标稳中有进，渠道端多品类控货去库，维持渠道良性，着眼高质量可持续发展。中期来看，公司分红底线 85 亿（24-26 年），股息率 6%以上，安全边际显著。长期来看，伴随行业周期拐点渐显，公司有望凭借强组织管理能力及品牌优势实现市场份额持续提升。
- 25Q1 实现稳健开门红。据公司公告，25Q1 实现收入 93.5 亿，同比增长 1.78%，预计 25Q1 国窖 1573 实现稳健增长，此外特曲 60 及头曲表现相对占优。25M4 后公司持续控货推动渠道改善，全年来看公司营销端持续践行“六大思维转变”。此外面对行业变化，公司持续加大数字化营销落地，加强五码推广，提升开瓶销售。
- 25Q1 实现归母净利润 45.9 亿，同比增长 0.41%。净利率达 49.3%，同比下降 0.52pct，净利率下降主因产品结构变化导致的毛利率下降。25Q1 毛利率 86.5%，同比下降 1.86pct；税金率 11.7%，同比下降 0.70pct；销售费用率 8.20%，同比提升 0.36pct；管理费用（含研发费用）率 2.41%，同比下降 0.41pct。（税率指税金及附加占营业总收入比，以上利润率、费用率计算均以营业总收入为分母。）
- 25Q1 经营活动产生的现金流净额 33.1 亿，同比下降 24.1%。25Q1 销售商品提供劳务收到的现金 98.7 亿，同比下降 7.3%，现金流增速慢于收入增速。25Q1 末合同负债 30.7 亿，环比下降 9.12 亿，24Q1 末合同负债 25.4 亿，环比下降 1.38 亿。
- 股价表现的催化剂：**国窖增速超预期。
- 核心假设风险：**经济下行影响白酒需求；食品安全事件。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	31,196	9,352	31,208	32,217	33,805
同比增长率（%）	3.2	1.8	0.0	3.2	4.9
归母净利润（百万元）	13,473	4,593	13,532	14,021	14,777
同比增长率（%）	1.7	0.4	0.4	3.6	5.4
每股收益（元/股）	9.18	3.13	9.19	9.53	10.04
毛利率（%）	87.5	86.5	87.3	87.3	87.4
ROE（%）	28.4	9.2	25.9	24.7	24.2
市盈率	12		12	12	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 06 月 25 日
收盘价（元）	113.70
一年内最高/最低（元）	164.67/98.92
市净率	3.3
股息率%（分红/股价）	5.94
流通 A 股市场值（百万元）	167,065
上证指数/深证成指	3,455.97/10,393.72

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	34.08
资产负债率%	24.67
总股本/流通 A 股（百万）	1,472/1,469
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com

联系人

王子昂
(8621)23297818x
wangza@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30,233	31,196	31,208	32,217	33,805
其中: 营业收入	30,233	31,196	31,208	32,217	33,805
减: 营业成本	3,537	3,888	3,959	4,083	4,275
减: 税金及附加	4,133	4,754	4,681	4,833	5,071
主营业务利润	22,563	22,554	22,568	23,301	24,459
减: 销售费用	3,974	3,538	3,694	3,876	4,101
减: 管理费用	1,139	1,101	1,044	1,079	1,128
减: 研发费用	226	261	261	270	283
减: 财务费用	-371	-489	-686	-818	-932
经营性利润	17,595	18,143	18,255	18,894	19,879
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	1	2	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	139	34	0	0	0
营业利润	17,842	18,207	18,255	18,896	19,880
加: 营业外净收入	-36	-2	-10	-16	-9
利润总额	17,806	18,205	18,246	18,880	19,871
减: 所得税	4,517	4,708	4,689	4,833	5,067
净利润	13,289	13,498	13,557	14,047	14,804
少数股东损益	42	25	25	26	27
归属于母公司所有者的净利润	13,246	13,473	13,532	14,021	14,777

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。