

泸州老窖 (000568.SZ)

清醒务实，积极拥抱消费新趋势

公司召开 2024 年股东大会，会上公司表示，当下行业消费趋势变化，公司积极变革顺势而为。市场上，控货库存改善，国窖系列提价坚决。渠道上，区县渠道下沉，数字营销助力线上线下全渠道开拓。公司低度化优势明显，28 度及其他低度化产品持续创新。清醒务实，积极拥抱消费新趋势，维持 2025-2027 年的 EPS 为 9.47、10.00 和 10.83，对应 25 年 12X PE，维持“强烈推荐”评级。

- 行业消费趋势变化，公司积极变革顺势而为。公司召开 2024 年股东大会，会上董事长刘淼表示，中国白酒消费趋势发生变化，1) 消费观念的变化。2) 需求的持续转变。年轻消费群体更倾向个性化、低度化、悦己化消费，更推崇轻松随性的饮酒文化。3) 场景的深刻重构。政务消费进一步下滑，婚庆、寿宴和自饮场景较为稳定增长，未来以政带商方式不可持续，需要挖掘新的销售模式。4) 消费渠道加速迭代。线上线下深度融合，即时零售已经成为常态。消费者更加看重信息透明和购买便捷，促使行业营销中心从渠道压货向精准触达和用户运营转变。公司将坚定推行市场深耕，产品创新和渠道转型，在调整期顺势而为。
- 控货库存改善，国窖系列提价坚决。经过 24 年至 25Q2 系列调整，公司市场库存有明显改善，国窖系列产品价格稳固，在未来的价格竞争中，将继续坚定维护产品价格和渠道利润水平，数字化全面落地，也为公司监控市场提供抓手。
- 区县渠道下沉，数字营销助力线上线下全渠道开拓。公司加大下沉市场开拓，未来五年，终端数量要达到四百万家。制定经销商和终端战略共赢计划，注重品牌建设和消费者培育，审慎看待及时零售。优先经销商质量。数字营销全面落地，费用精准投入，强化对终端和消费者的直接渠道能力，挖掘新兴、科技企业消费需求。
- 公司低度化优势明显，28 度及其他低度化产品持续创新。低度产品的研发对技术有更高要求，公司持续推进技术研发与产品储备。当下 38 度国窖优势突出，28 度国窖 1573 已研发成功，将适时投放市场。16 度、6 度等低度白酒正在研发。华北、天津、华东地区中低度化趋势明显，未来 38 度国窖将覆盖全国。公司顺应白酒低度化、年轻化的消费趋势，顺势而为，挖掘消费者潜在需求。
- 投资建议：清醒务实，积极拥抱消费新趋势，维持“强烈推荐”评级。公司管理层对行业形势认知清晰，战略规划顺势而为，克制但仍积极开拓，公司在价格管控、渠道扩张、低度化上竞争力仍强，有望穿越周期，挖掘新消费需求。我们维持 2025-2027 年的 EPS 为 9.47、10.00 和 10.83，对应 25 年 12X PE，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：经济恢复不及预期、次高端价位竞争加剧、新战略执行不及预期、高端产品培育不及预期

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	30233	31196	31888	33458	35708

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值:
当前股价: 112.82 元

基础数据

总股本 (百万股)	1472
已上市流通股 (百万股)	1469
总市值 (十亿元)	166.1
流通市值 (十亿元)	165.8
每股净资产 (MRQ)	34.1
ROE (TTM)	26.9
资产负债率	24.7%
主要股东 泸州老窖集团有限责任公司	
主要股东持股比例	25.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-12	-20
相对表现	-8	-10	-34



相关报告

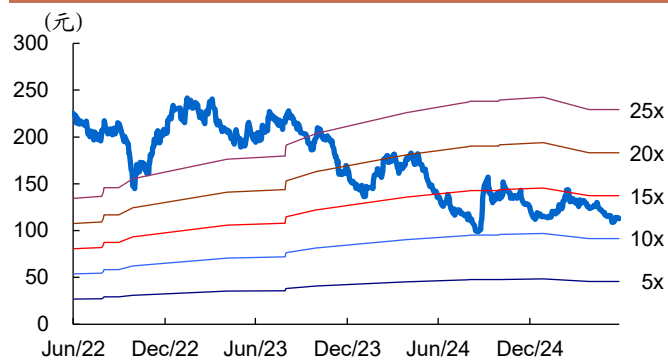
- 1、《泸州老窖 (000568) —报表压力释放，分红略超预期》2025-04-28
- 2、《泸州老窖 (000568) —良性发展为基，环比增速明显》2024-10-31
- 3、《泸州老窖 (000568) —淡季调整蓄力，税率影响盈利》2024-09-01

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
✉ liucheng5@cmschina.com.cn

同比增长	20%	3%	2%	5%	7%
营业利润(百万元)	17842	18207	18839	19883	21533
同比增长	29%	2%	3%	6%	8%
归母净利润(百万元)	13246	13473	13941	14714	15935
同比增长	28%	2%	3%	6%	8%
每股收益(元)	9.00	9.15	9.47	10.00	10.83
PE	12.5	12.3	11.9	11.3	10.4
PB	4.0	3.5	3.2	2.9	2.7

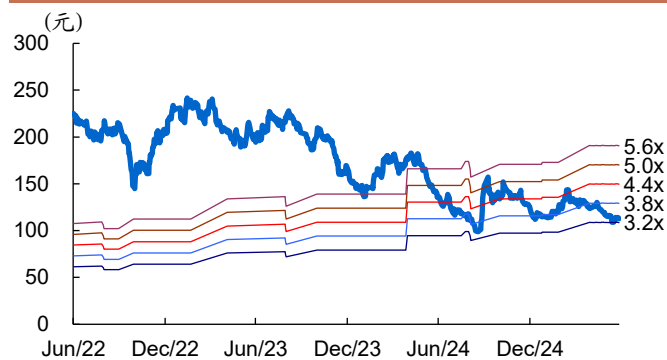
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：泸州老窖历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：泸州老窖历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《泸州老窖（000568）—报表压力释放，分红略超预期》2025-04-28
- 2、《泸州老窖（000568）—良性发展为基，环比降速明显》2024-10-31
- 3、《泸州老窖（000568）—淡季调整蓄力，税率影响盈利》2024-09-01

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	45358	50856	52838	58004	63067
现金	25952	33578	35117	39503	43857
交易性投资	1427	1694	1694	1694	1694
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	17	11	11	12	13
其它应收款	23	13	13	14	15
存货	11622	13393	13786	14457	15011
其他	6317	2167	2216	2325	2477
非流动资产	17936	17478	17614	17745	17873
长期股权投资	2708	2801	2801	2801	2801
固定资产	8613	9132	9609	10049	10454
无形资产商誉	3398	3418	3076	2768	2492
其他	3217	2127	2127	2127	2126
资产总计	63294	68335	70452	75750	80940
流动负债	10071	14277	11186	11502	11763
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2357	1844	1899	1991	2067
预收账款	2673	3978	4095	4294	4459
其他	5041	8454	5192	5217	5237
长期负债	11692	6549	6549	6549	6549
长期借款	10000	6280	6280	6280	6280
其他	1692	270	270	270	270
负债合计	21763	20827	17735	18051	18312
股本	1472	1472	1472	1472	1472
资本公积金	4569	5020	5020	5020	5020
留存收益	35351	40896	46079	51034	55934
少数股东权益	140	120	145	172	202
归属于母公司所有者权益	41391	47389	52571	57526	62426
负债及权益合计	63294	68335	70452	75750	80940

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10648	19182	14111	14582	15727
净利润	13289	13498	13966	14741	15965
折旧摊销	668	774	1064	1067	1071
财务费用	324	302	(600)	(700)	(800)
投资收益	(85)	(148)	(61)	(61)	(61)
营运资金变动	(3944)	4491	(258)	(465)	(447)
其它	398	266	0	0	0
投资活动现金流	(1268)	(1383)	(1138)	(1138)	(1138)
资本支出	(1502)	(1188)	(1199)	(1199)	(1199)
其他投资	234	(194)	61	61	61
筹资活动现金流	(1218)	(10329)	(11435)	(9058)	(10235)
借款变动	5732	117	(3277)	0	0
普通股增加	0	(0)	0	0	0
资本公积增加	408	451	0	0	0
股利分配	(6219)	(9948)	(8758)	(9758)	(11035)
其他	(1139)	(949)	600	700	800
现金净增加额	8162	7470	1538	4386	4354

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30233	31196	31888	33458	35708
营业成本	3537	3888	4002	4197	4358
营业税金及附加	4133	4754	4657	4886	5215
营业费用	3974	3538	3644	3746	3928
管理费用	1139	1101	1140	1226	1236
研发费用	226	261	267	280	299
财务费用	(371)	(489)	(600)	(700)	(800)
资产减值损失	46	3	0	0	0
公允价值变动收益	63	28	28	28	28
其他收益	54	44	44	44	44
投资收益	85	(10)	(10)	(10)	(10)
营业利润	17842	18207	18839	19883	21533
营业外收入	36	24	24	24	24
营业外支出	72	26	26	26	26
利润总额	17806	18205	18837	19882	21532
所得税	4517	4708	4871	5141	5567
少数股东损益	42	25	26	27	29
归属于母公司净利润	13246	13473	13941	14714	15935

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	20%	3%	2%	5%	7%
营业利润	29%	2%	3%	6%	8%
归母净利润	28%	2%	3%	6%	8%
获利能力					
毛利率	88.3%	87.5%	87.4%	87.5%	87.8%
净利率	43.8%	43.2%	43.7%	44.0%	44.6%
ROE	35.0%	30.4%	27.9%	26.7%	26.6%
ROIC	29.2%	24.2%	23.3%	23.1%	23.1%
偿债能力					
资产负债率	34.4%	30.5%	25.2%	23.8%	22.6%
净负债比率	15.9%	14.0%	8.9%	8.3%	7.8%
流动比率	4.5	3.6	4.7	5.0	5.4
速动比率	3.3	2.6	3.5	3.8	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2584.0	2190.0	2861.0	2898.0	2922.0
应付账款周转率	1.5	1.9	2.1	2.2	2.1
每股资料(元)					
EPS	9.00	9.15	9.47	10.00	10.83
每股经营净现金	7.23	13.03	9.59	9.91	10.68
每股净资产	28.12	32.19	35.72	39.08	42.41
每股股利	5.40	5.95	6.63	7.50	8.12
估值比率					
PE	12.5	12.3	11.9	11.3	10.4
PB	4.0	3.5	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	9.3	9.1	8.7	8.3	7.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。