

泸州老窖(000568.SZ)

产品结构调整，加大新渠道拓展

推荐 (维持)

股价:137.19元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.lzlj.com
大股东/持股	泸州老窖集团有限责任公司/26.03%
实际控制人	泸州市国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,472
流通A股(百万股)	1,469
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	2,019
流通A股市值(亿元)	2,016
每股净资产(元)	31.62
资产负债率(%)	33.5

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】泸州老窖(000568.SZ)*年报点评*目标稳中求进，分红回馈股东*推荐20250428

【平安证券】泸州老窖(000568.SZ)*季报点评*调整释放压力，轻装稳步前进*推荐20241031

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王星云 投资咨询资格编号
S1060523100001
BVG933
wangxingyun937@pingan.com.cn



事项:

泸州老窖发布2024年中报，25H1实现营业收入165亿元，同比-2.7%，归母净利润77亿元，同比-4.5%；25Q2实现营业收入71亿元，同比-8.0%，归母净利润31亿元，同比-11.1%。

平安观点:

- 结构有所降级，加大新渠道开发。**分产品看，25H1中高档酒收入150亿元，同比-1.1%，量/价同比分别+13.3%/-12.7%；其他酒收入13亿元，同比-17.0%，量/价同比分别-6.9%/-10.8%，受消费大环境影响，结构有一定降级。分渠道看，25H1传统渠道运营模式155亿元，同比-4.0%，新兴渠道运营模式9亿元，同比+27.5%，公司加码线上等新渠道。
- 结构变动致毛利率下滑，盈利能力有所回落。**25Q2毛利率87.9%，同比-1.0pct，我们认为系产品结构下滑所致。25Q2税金及附加占到收入的比例为15.4%，同比+3.7pct，我们认为主要受生产节奏影响。25Q2销售/管理费用率分别为10.6%/3.3%，同比分别-1.2/-0.3pct，费用投放更加精细化。25Q2归母净利率43.2%，同比-1.5pct。截至25Q2，公司合同负债35亿元，同比/环比+12/+5亿元，保持良性。
- 股息率具备吸引力，维持“推荐”评级。**考虑消费整体压力，部分场景修复较缓慢，我们调整2025-27年归母净利至124/126/136亿元（原值：141/153/166亿元）。据公司分红规划，2025/26年最低分红比例分别为70%/75%且不低于85亿元，对应8月29日收盘价的股息率为4.3%，仍然维持在较高水平。维持“推荐”评级。
- 风险提示：**1) 宏观经济波动影响：白酒受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；2) 消费复苏不及预期：宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响白酒板块复苏。3) 行业竞争加剧风险：竞

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,233	31,196	29,602	30,055	31,564
YOY(%)	20.3	3.2	-5.1	1.5	5.0
净利润(百万元)	13,246	13,473	12,448	12,565	13,612
YOY(%)	27.8	1.7	-7.6	0.9	8.3
毛利率(%)	88.3	87.5	86.2	85.4	86.7
净利率(%)	43.8	43.2	42.1	41.8	43.1
ROE(%)	32.0	28.4	23.9	22.1	21.9
EPS(摊薄/元)	9.00	9.15	8.46	8.54	9.25
P/E(倍)	15.2	15.0	16.2	16.1	14.8
P/B(倍)	4.9	4.3	3.9	3.5	3.2

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

争格局恶化会一定程度扰乱影响白酒行业定价，对行业造成不良影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	50856	53704	59067	64152
现金	33578	34171	38488	43945
应收票据及应收账款	1813	4320	4386	4606
其他应收款	13	21	21	22
预付账款	124	150	152	160
存货	13393	13154	14129	13518
其他流动资产	1935	1888	1891	1901
非流动资产	17478	15531	13565	11580
长期投资	2801	2887	2973	3059
固定资产	9161	7839	6496	5132
无形资产	3418	2848	2279	1710
其他非流动资产	2098	1956	1816	1678
资产总计	68335	69235	72631	75732
流动负债	14277	12753	13466	13259
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1844	2490	2675	2559
其他流动负债	12433	10263	10791	10700
非流动负债	6549	4163	1991	36
长期借款	6304	3918	1746	-209
其他非流动负债	245	245	245	245
负债合计	20827	16916	15457	13295
少数股东权益	120	158	198	240
股本	1472	1472	1472	1472
资本公积	5366	5366	5367	5369
留存收益	40551	45322	50138	55356
归属母公司股东权益	47389	52160	56977	62196
负债和股东权益	68335	69235	72631	75732

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19182	10429	13865	15262
净利润	13498	12487	12605	13654
折旧摊销	774	2034	2055	2077
财务费用	-489	-260	-408	-581
投资损失	10	-60	-60	-60
营运资金变动	4498	-3779	-334	166
其他经营现金流	891	8	7	6
投资活动现金流	-1383	-34	-35	-36
资本支出	1114	0	3	6
长期投资	-281	0	0	0
其他投资现金流	-2215	-34	-38	-42
筹资活动现金流	-10329	-9803	-9513	-9768
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-5217	-2386	-2172	-1955
其他筹资现金流	-5112	-7416	-7342	-7813
现金净增加额	7475	593	4317	5457

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31196	29602	30055	31564
营业成本	3888	4089	4392	4202
税金及附加	4754	4511	4580	4810
营业费用	3538	3358	3409	3580
管理费用	1101	1045	1061	1114
研发费用	261	248	251	264
财务费用	-489	-260	-408	-581
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	2	0	0	0
其他收益	44	45	45	45
公允价值变动收益	28	0	1	2
投资净收益	-10	60	60	60
资产处置收益	1	22	22	22
营业利润	18207	16740	16898	18304
营业外收入	24	29	29	29
营业外支出	26	39	39	39
利润总额	18205	16730	16888	18294
所得税	4708	4243	4283	4640
净利润	13498	12487	12605	13654
少数股东损益	25	39	39	43
归属母公司净利润	13473	12448	12565	13612
EBITDA	18490	18503	18535	19790
EPS (元)	9.15	8.46	8.54	9.25

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	3.2	-5.1	1.5	5.0
营业利润(%)	2.0	-8.1	0.9	8.3
归属于母公司净利润(%)	1.7	-7.6	0.9	8.3
获利能力				
毛利率(%)	87.5	86.2	85.4	86.7
净利率(%)	43.2	42.1	41.8	43.1
ROE(%)	28.4	23.9	22.1	21.9
ROIC(%)	46.4	57.8	53.6	61.9
偿债能力				
资产负债率(%)	30.5	24.4	21.3	17.6
净负债比率(%)	-57.4	-57.8	-64.3	-70.7
流动比率	3.6	4.2	4.4	4.8
速动比率	2.6	3.2	3.3	3.8
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	17.2	6.9	6.9	6.9
应付账款周转率	2.11	1.64	1.64	1.64
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	9.15	8.46	8.54	9.25
每股经营现金流(最新摊薄)	13.03	7.09	9.42	10.37
每股净资产(最新摊薄)	32.19	35.44	38.71	42.25
估值比率				
P/E	15.0	16.2	16.1	14.8
P/B	4.3	3.9	3.5	3.2
EV/EBITDA	9	9	9	8

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层