

广宣税金拖累净利水平 阶段调整坚持长期主义

2024 年 08 月 31 日

事件: 公司于 8 月 30 日发布 2024 年中报, 24 年上半年公司累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 169.05/80.28/79.94 亿元, 同比 +15.84%/+13.22%/+13.54%, 其中单 24Q2 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 77.16/34.54/34.42 亿元, 同比 +10.51%/+2.24%/+2.68%。截至 24H1 期末合同负债 23.42 亿元, 同比 +21.11%, 较 Q1 末减少 1.93 亿元, 年内业绩蓄水池收缩。用“单季度营收+Δ合同负债”核算“真实营收”, 以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动, 24Q2 “真实营收” 75.23 亿元, 同比 +4.64% 慢于同期营收增速, 一方面或系公司全面推进数字化系统、返利和开瓶率挂钩后渠道利润短期被压缩、积极性受损, 另一方面或与公司坚持长期主义, 严格执行库存红线有关。

酒类业务量价齐升, 腰部产品特曲、窖龄增势较快。分产品看: 上半年酒类合计实现营收 168.39 亿元, 同比 16.04%, 量价分别贡献 +10.37%/+5.14%, 其中①中高档酒类实现营收 152.13 亿元, 同比 17.12%, 在酒类营收中占比同比增加 0.83pcts 至 90.35%, 毛利率同比 -0.23pcts 至 92.26%。量价分别同比 +25.71%/-6.84%, 中高档酒量增价跌主要系上半年特曲、窖龄增速快于高低度国窖, 叠加腰部价位为主的窖系列新品上市。②其他酒类实现营收 16.25 亿元, 同比 6.86%, 量价分别同比 0.56%/+6.27%。**分渠道看:** 24H1 传统/新兴渠道营收分别为 161.08/7.31 亿元, 同比 +15.38%/+32.83%, 传统渠道在酒类营收中占比同比下降 0.55pcts 至 95.66%。**分地区看:** 24H1 境内/境外地区收入分别为 168.11/0.94 亿元, 同比分别 +15.81%/+21.80%。**经销商数量上:** 24H1 未境内/外各有 1,769/92 家, 上半年境内/外分别净增加 59/-12 家。

促销费投放节制, 广宣费和税金拖累净利润水平。毛利率: 24H1/24Q2 分别为 88.57%/88.81%, 同比 +0.22/+0.17pcts。中高档酒占比增加拉升公司整体毛利水平。**费用率:** 24H1 销售/管理费用率分别为 9.64%/2.99%, 同比 -0.38/-0.71pcts, 24Q2 为 11.78%/3.58%, 同比 +0.73/-0.58pcts。二季度销售费用同比增长 17.77%, 远高于同期营收增速, 主要系广宣投放增加。24H1 公司广告费用同比 +31.64%, 其中线上/电视广告同比 +140%/56%, 广宣方向较同期有较大变化。相较之下 24H1 促销费同比 -4.21% 相对节制。**归母净利率:** 24H1/24Q2 分别为 47.49%/44.76%, 同比 -1.10/-3.62pcts。净利率水平受税金拖累, 24H1/Q2 营业税金及附加的营收占比提升 +1.16/2.22pcts。

投资建议: 公司组织优势突出, 产品矩阵完备, 当前淡季控量坚持良性发展, 数字化改革中长期有望释放管理效能。预计公司 24-26 年归母净利润同比增加 10.6%/9.8%/10.1%, 当前股价对应 PE 分别为 12/11/10 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 税收等产业政策调整的不确定性风险; 千元价格带竞争加剧; 供需不均衡导致的批发价格波动风险; 食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	30,233	34,070	37,527	41,372
增长率 (%)	20.3	12.7	10.1	10.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,246	14,650	16,087	17,708
增长率 (%)	27.8	10.6	9.8	10.1
每股收益 (元)	9.00	9.95	10.93	12.03
PE	13	12	11	10
PB	4.2	3.7	3.2	2.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

119.28 元


分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

1. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 业绩稳健高增, 产品升级延续-2024/04/28
2. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年三季报点评: 业绩高质量增长, 经营发展动力充足-2023/10/31
3. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年中报点评: 业绩增长强劲, 盈利再创新高-2023/08/29
4. 泸州老窖 (000568.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 产品结构持续升级, 盈利再创新高-2023/05/03
5. 泸州老窖 (000568.SZ) 2022 年三季报点评: “双品牌”驱动业绩高增, 盈利能力持续优化-2022/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30,233	34,070	37,527	41,372
营业成本	3,537	3,901	4,226	4,563
营业税金及附加	4,133	4,668	5,141	5,792
销售费用	3,974	4,770	5,441	6,082
管理费用	1,139	1,363	1,689	1,945
研发费用	226	255	300	331
EBIT	17,278	19,176	20,798	22,736
财务费用	-371	-406	-701	-926
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	85	95	105	116
营业利润	17,842	19,728	21,660	23,839
营业外收支	-36	-36	-36	-36
利润总额	17,806	19,692	21,624	23,803
所得税	4,517	4,996	5,486	6,039
净利润	13,289	14,697	16,138	17,765
归属于母公司净利润	13,246	14,650	16,087	17,708
EBITDA	17,956	19,873	21,527	23,486

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	25,952	36,150	42,773	50,120
应收账款及票据	17	21	23	25
预付款项	202	223	242	261
存货	11,622	12,818	13,885	14,992
其他流动资产	7,565	6,847	7,528	8,287
流动资产合计	45,358	56,058	64,450	73,684
长期股权投资	2,708	2,708	2,708	2,708
固定资产	8,613	9,186	9,568	9,823
无形资产	3,398	3,398	3,398	3,398
非流动资产合计	17,936	17,501	17,501	17,501
资产合计	63,294	73,560	81,952	91,186
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,357	2,600	2,816	3,041
其他流动负债	7,714	10,061	10,889	11,787
流动负债合计	10,071	12,661	13,705	14,828
长期借款	10,000	10,990	10,990	10,990
其他长期负债	1,692	1,666	1,666	1,666
非流动负债合计	11,692	12,656	12,656	12,656
负债合计	21,763	25,317	26,361	27,484
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
少数股东权益	140	187	238	295
股东权益合计	41,532	48,243	55,590	63,702
负债和股东权益合计	63,294	73,560	81,952	91,186

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.34	12.69	10.15	10.25
EBIT 增长率	28.48	10.98	8.46	9.32
净利润增长率	27.79	10.59	9.81	10.08
盈利能力 (%)				
毛利率	88.30	88.55	88.74	88.97
净利润率	43.81	43.00	42.87	42.80
总资产收益率 ROA	20.93	19.92	19.63	19.42
净资产收益率 ROE	32.00	30.48	29.06	27.93
偿债能力				
流动比率	4.50	4.43	4.70	4.97
速动比率	2.72	2.86	3.12	3.38
现金比率	2.58	2.86	3.12	3.38
资产负债率 (%)	34.38	34.42	32.17	30.14
经营效率				
应收账款周转天数	0.14	0.20	0.21	0.21
存货周转天数	1092.21	1127.68	1137.41	1139.19
总资产周转率	0.53	0.50	0.48	0.48
每股指标 (元)				
每股收益	9.00	9.95	10.93	12.03
每股净资产	28.12	32.65	37.60	43.08
每股经营现金流	7.23	10.42	11.24	12.32
每股股利	5.40	5.97	6.56	7.22
估值分析				
PE	13	12	11	10
PB	4.2	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	8.47	7.65	7.06	6.47
股息收益率 (%)	4.53	5.01	5.50	6.05

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	13,289	14,697	16,138	17,765
折旧和摊销	677	697	729	750
营运资金变动	-3,844	-815	-723	-763
经营活动现金流	10,648	15,333	16,545	18,137
资本开支	-1,432	-672	-699	-715
投资	107	1,495	0	0
投资活动现金流	-1,268	872	-594	-599
股权募资	10	0	0	0
债务募资	5,325	2,466	0	0
筹资活动现金流	-1,218	-6,008	-9,329	-10,191
现金净流量	8,164	10,198	6,623	7,347

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026