

2024年08月31日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 利润略不及预期，税负占比形成拖累

—泸州老窖（000568.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年8月30日，泸州老窖发布2024年中报。

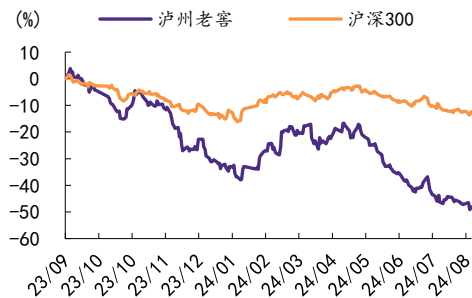
## 投资要点

## 基本数据

2024-08-30

当前股价（元）	119.28
总市值（亿元）	1756
总股本（百万股）	1472
流通股本（百万股）	1467
52周价格范围（元）	112.94-241.18
日均成交额（百万元）	1379.51

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《泸州老窖（000568）：坚持良性发展基调，全力以赴完成全年目标》2024-06-30
- 《泸州老窖（000568）：Q1业绩超预期，品牌势能延续》2024-04-28
- 《泸州老窖（000568）：业绩符合预期，高增态势延续》2023-10-30

## 收入稳定增长，税负占比提升幅度较大

业绩略不及预期，利润表现承压。2024H1 总营收 169.05 亿元（同增 15.84%），归母净利润 80.28 亿元（同增 13.22%），扣非净利润 79.94 亿元（同增 13.54%）。2024Q2 总营收 77.16 亿元（同增 10.51%），归母净利润 34.54 亿元（同增 2.24%），扣非净利润 34.42 亿元（同增 2.68%）。毛利率表现稳定，税负占比高致净利率同比下降明显。2024H1 毛利率/净利率分别为 88.57%/47.60%，分别同比+0.22/-1.20pcts；2024Q2 分别为 88.81%/44.94%，分别同比+0.17/-3.75pcts。2024H1 销售/管理费用率分别为 9.64%/2.99%，分别同比-0.38/-0.71pcts；2024Q2 分别为 11.78%/3.58%，分别同比+0.73/-0.58pcts；2022Q2 营业税金及附加占营业收入比重 11.67%，同比+2.22pcts。Q2 现金流同比略下降，蓄水池仍充足。2024H1/2024Q2 经营活动现金流净额分别为 82.25/38.66 亿元，分别同比+45.63%/-6.60%；销售回款分别为 201.62/95.21 亿元，分别同比+14.66%/-0.22%。截至 2024H1 末，合同负债 23.42 亿元（环比-1.93 亿元）。

## 产品结构略调整，中高档酒吨价略承压

2024H1 酒类收入 168.39 亿元（同增 16.04%），占营业收入 99.61%，毛利率为 88.65%（同比+0.16pcts）；其中，2024H1 中高档/其他酒类营收分别为 152.13/16.25 亿元，分别同比+17.12%/+6.86%，分别占酒类收入 90.35%/9.65%，毛利率分别为 92.26%/54.88%，分别同比-0.23/+0.52pcts，中高档酒实现双位数增长，毛利率同比下降，预计内部产品结构略调整；其他酒毛利率同比提升。量价拆分看，2024H1 中高档酒类/其他酒类销量分别为 2.13/2.66 万吨，分别同比+25.71%/+0.56%；2024H1 吨价分别为 71.48/6.10 万元/吨，分别同比-6.84%/+6.27%，中高档酒量升价减主要系产品结构调整所致，其他酒吨价提升明显。

## 境外营收增速较快，新兴渠道盈利能力提升明显

分区域看，2024H1 境内/境外营收分别为 168.11/0.94 亿

元，同比+15.81%/+21.80%，占酒类收入 99.45%/0.55%；其中，境内毛利率为 88.59%，同比+0.22pcts，境外营收增速较快。分渠道看，2024H1 传统/新兴渠道营收分别为 161.08/7.31 亿元，分别同比+15.38%/+32.83%；毛利率分别为 89.09%/79.00%，分别同比-0.18/+10.15pcts，新兴渠道营收实现较快增长，盈利能力同步提升。截至 2024H1，总经销商 1861 家，较 2024 年年初增加 47 家。

## 盈利预测

我们看好国窖 1573 大单品稳价盘提份额，战略长远规划，充分发挥品牌优势。根据中报，我们略调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 10.07/11.76/13.81（前值 10.88/13.08/15.60）元，当前股价对应 PE 分别为 12/10/9 倍，维持“买入”投资评级。

## 风险提示

宏观经济下行风险、国窖增长不及预期、特曲 60 增长不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	30,233	34,767	40,170	46,843
增长率（%）	20.3%	15.0%	15.5%	16.6%
归母净利润（百万元）	13,246	14,819	17,307	20,324
增长率（%）	27.8%	11.9%	16.8%	17.4%
摊薄每股收益（元）	9.00	10.07	11.76	13.81
ROE（%）	31.9%	29.4%	28.6%	28.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	25,952	36,829	47,309	59,435
应收款	40	29	44	64
存货	11,622	11,231	11,541	11,894
其他流动资产	7,744	7,785	8,004	8,165
流动资产合计	45,358	55,873	66,898	79,558
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	1,427	1,527	1,577	1,607
固定资产	8,613	9,070	8,878	8,451
在建工程	1,718	687	275	110
无形资产	3,398	3,228	3,058	2,897
长期股权投资	2,708	2,858	3,058	3,208
其他非流动资产	1,498	1,498	1,498	1,498
非流动资产合计	17,936	17,342	16,767	16,164
资产总计	63,294	73,215	83,665	95,722
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	2,357	2,995	3,174	3,398
其他流动负债	5,041	5,041	5,041	5,041
流动负债合计	10,071	11,179	11,516	11,904
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	11,499	11,509	11,514	11,517
其他非流动负债	193	193	193	193
非流动负债合计	11,692	11,702	11,707	11,710
负债合计	21,763	22,881	23,223	23,614
<b>所有者权益</b>				
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
股东权益	41,532	50,334	60,442	72,108
负债和所有者权益	63,294	73,215	83,665	95,722

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	13289	14879	17377	20406
少数股东权益	42	60	70	82
折旧摊销	667	744	766	745
公允价值变动	63	6	5	4
营运资金变动	-3413	1570	-157	-116
经营活动现金净流量	10648	17258	18060	21120
投资活动现金净流量	-1268	324	355	412
筹资活动现金净流量	1496	-6066	-7264	-8736
现金流量净额	10,877	11,516	11,151	12,795

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,233	34,767	40,170	46,843
营业成本	3,537	4,381	5,068	6,080
营业税金及附加	4,133	4,728	5,463	6,324
销售费用	3,974	4,728	5,463	6,324
管理费用	1,139	1,356	1,526	1,733
财务费用	-371	-513	-807	-1,146
研发费用	226	260	300	350
费用合计	4,969	5,831	6,483	7,261
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	63	6	5	4
投资收益	85	60	50	40
营业利润	17,842	19,933	23,241	27,247
加:营业外收入	36	25	20	17
减:营业外支出	72	40	30	20
利润总额	17,806	19,918	23,231	27,244
所得税费用	4,517	5,039	5,854	6,838
净利润	13,289	14,879	17,377	20,406
少数股东损益	42	60	70	82
归母净利润	13,246	14,819	17,307	20,324

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	20.3%	15.0%	15.5%	16.6%
归母净利润增长率	27.8%	11.9%	16.8%	17.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	88.3%	87.4%	87.4%	87.0%
四项费用/营收	16.4%	16.8%	16.1%	15.5%
净利率	44.0%	42.8%	43.3%	43.6%
ROE	31.9%	29.4%	28.6%	28.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	34.4%	31.3%	27.8%	24.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	752.5	1216.7	912.5	730.0
存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	9.00	10.07	11.76	13.81
P/E	13.3	11.8	10.1	8.6
P/S	5.8	5.1	4.4	3.7
P/B	4.2	3.5	2.9	2.4

## 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。