



泸州老窖 (000568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

税负扰动利润，挖掘市场拓展增量

业绩简评

2024年8月30日，公司披露24年中报，24H1实现营收169.0亿元，同比+15.8%；归母净利80.3亿元，同比+13.2%。其中24Q2实现营收77.2亿元，同比+10.5%；归母净利34.5亿元，同比+2.2%。

经营分析

Q2产品结构延续、经营趋稳但税负节奏扰动利润兑现

分产品来看，24H1中高档酒/普通酒分别实现营收152.1/16.3亿元，同比+17%/7%，其中销量分别+26%/+1%，吨价分别-7%/+6%至71.5/6.1万元/吨，毛利率分别-0.2%/+0.5%至92.3%/54.9%。结构上我们预计中档产品增速更高，于是表现中高档酒以量增驱动增长为主、吨价略有下降。

利润端，24Q2公司归母净利率同比-3.6pct至44.8%，其中毛利率+0.2pct至88.8%，销售费用率+0.7pct（24H1销售费用率同比-0.4pct，其中广宣费+32%，促销费-15%，期内公司围绕浓香700周年开展系列活动，以及开展窖主节、体育赛事赞助等），管理费用率-0.6pct；利润拖累主要系24Q2营业税金及附加占比+2.2pct，且所得税税负略高（24Q2测算所得税率27.8%）。从兑现质量来看，24Q2末合同负债余额23.4亿元，环比-1.9亿元，考虑△合同负债+营收后狭义回款同比+5%；24Q2销售收现95.2亿元，同比-0.22%。

公司凭借相对成型的产品架构，轮动顺应市场趋势放量以获取增长，现阶段中档产品相对较高、国窖1573相对释压。产品营销方面，公司以全链路数字化扫码营销为导向。目前公司仍在深挖存量、拓展增量，组织拼抢、始终在构筑并夯实消费者基础。

盈利预测、估值与评级

考虑行业需求恢复节奏较弱，我们下调24-26年归母净利7%/12%/17%，预计24-26年收入分别+15.3%/+12.2%/+10.7%；归母净利分别+14.2%/+13.6%/+11.8%，对应归母净利分别151/172/192亿元；EPS为10.28/11.68/13.06元，公司股票现价对应PE估值分别为11.6/10.2/9.1倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；全国化外拓不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬（执业S1130524040003）

yetao@gjzq.com.cn

市价（人民币）：119.28元

相关报告：

1.《泸州老窖公司点评：业绩稳健增长，持续拼抢拓势能》，2024.4.27

2.《泸州老窖公司点评：Q3业绩超预期，质量占优潜力足》，2023.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,124	30,233	34,846	39,108	43,278
营业收入增长率	21.7%	20.3%	15.3%	12.2%	10.7%
归母净利润(百万元)	10,365	13,246	15,127	17,187	19,222
归母净利润增长率	30.3%	27.8%	14.2%	13.6%	11.8%
摊薄每股收益(元)	7.042	8.999	10.277	11.676	13.058
每股经营性现金流净额	5.61	7.23	13.96	11.89	13.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.30%	32.00%	31.88%	31.64%	31.00%
P/E	31.85	19.94	11.61	10.22	9.13
P/B	9.65	6.38	3.70	3.23	2.83

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	20,642	25,124	30,233	34,846	39,108	43,278
增长率		21.7%	20.3%	15.3%	12.2%	10.7%
主营业务成本	-2,952	-3,370	-3,537	-4,055	-4,564	-4,999
%销售收入	14.3%	13.4%	11.7%	11.6%	11.7%	11.6%
毛利	17,690	21,754	26,696	30,791	34,544	38,279
%销售收入	85.7%	86.6%	88.3%	88.4%	88.3%	88.4%
营业税金及附加	-2,865	-3,524	-4,133	-5,053	-5,632	-6,232
%销售收入	13.9%	14.0%	13.7%	14.5%	14.4%	14.4%
销售费用	-3,599	-3,449	-3,974	-4,425	-4,889	-5,323
%销售收入	17.4%	13.7%	13.1%	12.7%	12.5%	12.3%
管理费用	-1,056	-1,162	-1,139	-1,220	-1,330	-1,428
%销售收入	5.1%	4.6%	3.8%	3.5%	3.4%	3.3%
研发费用	-138	-206	-226	-244	-274	-303
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	10,032	13,413	17,223	19,849	22,421	24,993
%销售收入	48.6%	53.4%	57.0%	57.0%	57.3%	57.7%
财务费用	217	286	371	384	555	695
%销售收入	-1.1%	-1.1%	-1.2%	-1.1%	-1.4%	-1.6%
资产减值损失	81	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	6	-12	63	0	0	0
投资收益	202	105	85	50	60	72
%税前利润	1.9%	0.8%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%
营业利润	10,590	13,847	17,842	20,361	23,129	25,863
营业利润率	51.3%	55.1%	59.0%	58.4%	59.1%	59.8%
营业外收支	-39	8	-36	0	0	0
税前利润	10,551	13,855	17,806	20,361	23,129	25,863
利润率	51.1%	55.1%	58.9%	58.4%	59.1%	59.8%
所得税	-2,614	-3,444	-4,517	-5,192	-5,898	-6,595
所得税率	24.8%	24.9%	25.4%	25.5%	25.5%	25.5%
净利润	7,937	10,411	13,289	15,169	17,231	19,268
少数股东损益	-18	45	42	42	44	47
归属于母公司的净利润	7,956	10,365	13,246	15,127	17,187	19,222
净利率	38.5%	41.3%	43.8%	43.4%	43.9%	44.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,937	10,411	13,289	15,169	17,231	19,268
少数股东损益	-18	45	42	42	44	47
非现金支出	484	645	677	650	701	749
非经营收益	-338	34	528	56	131	83
营运资金变动	-384	-2,827	-3,844	4,675	-556	-399
经营活动现金净流	7,699	8,263	10,648	20,549	17,506	19,701
资本开支	-1,976	-969	-1,432	-1,719	-1,252	-1,283
投资	-741	-952	107	0	0	0
其他	38	47	57	50	60	72
投资活动现金净流	-2,678	-1,874	-1,268	-1,669	-1,192	-1,211
股权募资	8	670	10	0	0	0
债权募资	0	2,200	5,325	1,921	0	0
其他	-3,191	-4,949	-6,554	-9,420	-10,681	-11,902
筹资活动现金净流	-3,183	-2,078	-1,218	-7,499	-10,681	-11,902
现金净流量	1,834	4,326	8,164	11,381	5,634	6,588

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,513	17,758	25,952	37,332	42,965	49,553
应收款项	4,788	4,613	5,978	6,320	6,937	7,590
存货	7,278	9,841	11,622	11,110	12,879	14,380
其他流动资产	996	1,341	1,806	1,719	1,739	1,756
流动资产	26,575	33,552	45,358	56,481	64,520	73,279
%总资产	61.5%	65.3%	71.7%	74.6%	76.4%	78.0%
长期投资	2,990	3,843	3,149	3,149	3,149	3,149
固定资产	9,349	9,665	10,332	10,826	11,169	11,465
%总资产	21.6%	18.8%	16.3%	14.3%	13.2%	12.2%
无形资产	2,608	3,084	3,399	3,477	3,555	3,632
非流动资产	16,636	17,834	17,936	19,181	19,942	20,723
%总资产	38.5%	34.7%	28.3%	25.4%	23.6%	22.0%
资产总计	43,212	51,385	63,294	75,661	84,462	94,002
短期借款	86	82	79	0	0	0
应付款项	3,073	3,514	3,508	4,082	4,578	5,007
其他流动负债	7,788	7,056	6,484	10,326	11,681	13,023
流动负债	10,947	10,652	10,071	14,408	16,259	18,031
长期贷款	0	3,180	10,000	12,000	12,000	12,000
其他长期负债	4,128	3,225	1,692	1,628	1,659	1,692
负债	15,075	17,057	21,763	28,036	29,918	31,723
普通股股东权益	28,040	34,208	41,391	47,442	54,317	62,005
其中：股本	1,465	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
未分配利润	21,188	26,772	33,816	39,866	46,741	54,430
少数股东权益	97	121	140	183	227	274
负债股东权益合计	43,212	51,385	63,294	75,661	84,462	94,002

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	5.431	7.042	8.999	10.277	11.676	13.058
每股净资产	19.143	23.241	28.119	32.230	36.901	42.124
每股经营现金净流	5.256	5.614	7.234	13.960	11.893	13.384
每股股利	3.244	4.225	5.400	6.166	7.006	7.835
回报率						
净资产收益率	28.37%	30.30%	32.00%	31.88%	31.64%	31.00%
总资产收益率	18.41%	20.17%	20.93%	19.99%	20.35%	20.45%
投入资本收益率	23.38%	24.73%	24.14%	24.16%	24.51%	24.52%
增长率						
主营业务收入增长率	23.96%	21.71%	20.34%	15.26%	12.23%	10.66%
EBIT 增长率	32.26%	33.70%	28.41%	15.25%	12.96%	11.47%
净利润增长率	32.47%	30.29%	27.79%	14.20%	13.62%	11.84%
总资产增长率	23.43%	18.92%	23.18%	19.54%	11.63%	11.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	740.1	927.2	1,107.4	1,000.0	1,030.0	1,050.0
应付账款周转天数	310.6	256.3	240.9	260.0	260.0	260.0
固定资产周转天数	143.0	128.7	104.0	92.3	82.6	74.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.05%	-36.63%	-38.05%	-53.04%	-56.64%	-60.18%
EBIT 利息保障倍数	-46.3	-46.8	-46.4	-51.7	-40.4	-35.9
资产负债率	34.89%	33.19%	34.38%	37.06%	35.42%	33.75%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	27	44	152
增持	0	0	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.08	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-16	买入	212.22	N/A
2	2022-10-28	买入	159.30	N/A
3	2023-03-28	买入	242.19	304.34~304.34
4	2023-04-28	买入	225.54	N/A
5	2023-08-29	买入	228.29	N/A
6	2023-10-30	买入	208.96	N/A
7	2024-04-27	买入	186.42	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究