

务实经营，静待转机

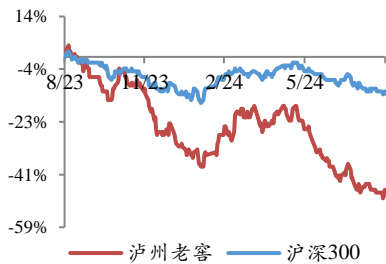
——泸州老窖 2024Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-31

收盘价(元)	119.28
近12个月最高/最低(元)	234.20/111.25
总股本(百万股)	1,472
流通股本(百万股)	1,467
流通股比例(%)	99.67
总市值(亿元)	1,756
流通市值(亿元)	1,750

公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

公司发布 2024H1 业绩：

- **24Q2**：收入 77.16 亿元 (+10.51%)，归母 34.54 亿元 (+2.24%)，扣非 34.42 亿元 (+2.68%)。
- **24H1**：收入 169.05 亿元 (+15.84%)，归母 80.28 亿元 (+13.22%)；扣非 79.94 亿元 (+13.54%)。
- **低于市场一致预期。**

收入端：腰部产品贡献主要增量

- 24H1 公司酒类业务营收同比增长 16.04%。分价格带看，24H1 公司中高档/其他酒营收分别同比增长 17.12%/6.86%，中高档酒营收占比酒类营收同比提高 0.83pct 至 90.3%。具体价格带分量价拆分看：
 - ①中高档酒 24H1 销量/吨价分别同比+25.71%/-6.84%，量增价减，预计主要系腰部产品占比提高导致吨价下降。核心产品中，24Q2 国窖 1573 预计营收同比增长约 12%；特曲 60 预计营收增速快于 20%，占比提升明显；窖龄预计同比下滑。
 - ②其他酒 24H1 销量/吨价分别同比增长 0.56%/6.27%，价增引领，预计 24Q2 头曲保持稳健增长，带动产品结构上升。
- 从报表质量看，24Q2 公司营收+Δ 合同负债同比增长 4.63%，24Q2 公司收现同比下降 0.22%，与营收增速差异预计主要系季度销售节奏。从 24H1 整体来看，24H1 公司营收+Δ 合同负债同比增长 18.72%，24H1 公司收现同比增长 14.66%，与营收增速吻合。报表基本反应真实动销情况。

盈利端：税率拖累，费率稳定

- 24Q2 公司毛利率同比上升 0.18pct 至 88.81%，预计中高档酒毛利率下降，其他酒毛利率上升，除产品结构因素外，返利红包力度加大也压制公司毛利率上升。同期，公司销售/管理/税金及附加率分别同比 +0.72/-0.58/+2.22pct，其中税金及附加率上升预计系生产销售节奏差异，预计后续季度会有所平滑。综上，24Q2 公司净利率同比下降 3.75pct 至 44.94%。

投资建议：维持“买入”

我们的观点：

公司在行业调整周期，重视渠道健康，批价保持稳定，腰部产品阶段性成为增量抓手，经营态度务实。通过推动“五码合一”提升渠道精细化管理能力，全年营收目标有望达成。

盈利预测：考虑到商务宴席消费场景恢复较慢，公司产品结构略有下

移，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业总收入 348.73/396.14/454.08 亿元（前值 364.65/432.38/507.19 亿元），同比+15.3%/+13.6%/+14.6%；实现归母净利润 152.97/176.37/203.90 亿元（前值 162.70/197.02/232.01 亿元），同比+15.5%/+15.3%/+15.6%；当前股价对应 PE 分别为 11.48/9.95/8.61 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

需求恢复不及预期，渠道改革推进不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30233	34873	39614	45408
收入同比 (%)	20.3%	15.3%	13.6%	14.6%
归属母公司净利润	13246	15297	17637	20390
净利润同比 (%)	27.8%	15.5%	15.3%	15.6%
毛利率 (%)	88.3%	88.4%	88.4%	88.8%
ROE (%)	32.0%	31.4%	29.0%	27.5%
每股收益 (元)	9.02	10.39	11.98	13.85
P/E	19.89	11.48	9.95	8.61
P/B	6.38	3.60	2.89	2.36
EV/EBITDA	13.91	6.99	6.08	4.43

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 8 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	45358	58575	70219	86961	营业收入	30233	34873	39614	45408
现金	25952	44015	45762	67854	营业成本	3537	4043	4580	5102
应收账款	17	0	0	0	营业税金及附加	4133	4882	5546	6357
其他应收款	23	268	62	316	销售费用	3974	4882	5546	6221
预付账款	202	243	275	306	管理费用	1139	1255	1426	1589
存货	11622	4773	13802	6891	财务费用	-371	-519	-880	-915
其他流动资产	7542	9276	10319	11593	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	17936	18959	19890	20729	公允价值变动收益	63	0	0	0
长期投资	2708	2857	3006	3155	投资净收益	85	244	277	318
固定资产	8613	9487	10269	10958	营业利润	17842	20432	23512	27186
无形资产	3398	3398	3398	3398	营业外收入	36	36	6	9
其他非流动资产	3217	3217	3217	3217	营业外支出	72	72	1	8
资产总计	63294	77534	90110	107690	利润总额	17806	20396	23517	27187
流动负债	10071	16964	17502	21592	所得税	4517	5099	5879	6797
短期借款	0	0	0	0	净利润	13289	15297	17637	20390
应付账款	2357	4381	3253	5251	少数股东损益	42	0	0	0
其他流动负债	7714	12584	14249	16341	归属母公司净利润	13246	15297	17637	20390
非流动负债	11692	11692	11692	11692	EBITDA	17956	20476	23254	26945
长期借款	10000	10000	10000	10000	EPS (元)	9.02	10.39	11.98	13.85
其他非流动负债	1692	1692	1692	1692					
负债合计	21763	28656	29194	33284					
少数股东权益	140	140	140	140					
股本	1472	1472	1472	1472					
资本公积	5185	5184	5184	5184					
留存收益	34734	42082	54120	67610					
归属母公司股东权益	41391	48738	60775	74266					
负债和股东权益	63294	77534	90110	107690					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	10648	27636	8895	30504	成长能力				
净利润	13289	15297	17637	20390	营业收入	20.3%	15.3%	13.6%	14.6%
折旧摊销	677	807	900	992	营业利润	28.9%	14.5%	15.1%	15.6%
财务费用	324	0	0	0	归属于母公司净利	27.8%	15.5%	15.3%	15.6%
投资损失	-85	-244	-277	-318	获利能力				
营运资金变动	-3844	11740	-9360	9440	毛利率 (%)	88.3%	88.4%	88.4%	88.8%
其他经营现金流	17421	3592	26993	10949	净利率 (%)	43.8%	43.9%	44.5%	44.9%
投资活动现金流	-1268	-1622	-1549	-1512	ROE (%)	32.0%	31.4%	29.0%	27.5%
资本支出	-1432	-1717	-1677	-1681	ROIC (%)	24.3%	24.4%	23.1%	22.6%
长期投资	107	-149	-149	-149	偿债能力				
其他投资现金流	57	244	277	318	资产负债率 (%)	34.4%	37.0%	32.4%	30.9%
筹资活动现金流	-1218	-7951	-5600	-6900	净负债比率 (%)	52.4%	58.6%	47.9%	44.7%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.50	3.45	4.01	4.03
长期借款	6821	0	0	0	速动比率	3.31	3.15	3.20	3.69
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	385	-2	0	0	总资产周转率	0.53	0.50	0.47	0.46
其他筹资现金流	-8425	-7949	-5600	-6900	应收账款周转率	2583.95	—	—	—
现金净增加额	8164	18063	1747	22092	应付账款周转率	1.52	1.20	1.20	1.20

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。