

# 泸州老窖 (000568.SZ)

优于大市

## 上半年收入增速稳健，第二季度税金率波动影响净利润增速

### 核心观点

**2024年第二季度公司收入同比+10.5%，归母净利润同比+2.2%。**2024上半年公司实现营业总收入169.05亿元，同比+15.8%；实现归母净利润80.28亿元，同比+13.2%。其中，2024年第二季度实现营业总收入77.16亿元，同比+10.5%；实现归母净利润34.54亿元，同比+2.2%。

**2024H1收入稳健增长，公司酒类收入同比+16.0%。**上半年中高档酒/其他酒收入152.13/16.25亿元，同比+17.12%/+6.86%。中高档酒看，销量/吨价同比+25.71%/+6.84%，毛利率同比-0.23pcts，受益于前期西南地区“挖井计划”开拓终端增量、及春节旺季需求景气度较好，国窖及泸系特曲量增扎实，结构下移系特曲60版/老字号特曲等腰部产品增速高于国窖所致。其他酒看，销量/吨价同比+0.56%/+6.27%，毛利率同比+0.52pcts，头曲增势较好，品类内部结构升级。

**2024Q2中档酒延续稳健增势，淡季渠道库存去化效果显现。**单二季度看，毛利率同比微增0.17pcts系中高档酒收入占比仍有提升，但内部结构下调与2024H1变化一致，行业需求压力下国窖增速边际放缓，60版及老泸特开瓶数据表现亮眼，尤其低度老字号受益于华北地区消费降级增势良好。淡季渠道压力较大，2024Q2经营性现金流量净额同比-6.6%，销售收现同比-0.2%，截至二季度末合同负债环比减少1.93亿元；公司主动控制发货节奏、做开瓶动销工作，库存从5月高位回落至健康水平，终端开瓶数据在6-8月逐月提升，当前经销商库存水平较去年同期下降，中秋动销余力充足。

**单二季度净利润增速慢于收入增速主因费用率及税率提升压制。**2024Q2税金及附加率同比+2.22pcts，其中2024H1消费税同比+30.4%，判断系生产节奏扰动所致，2022-2023年受夏季高温天气影响Q2蒸馏酿造环节较少，消费税总基数较低，2024Q2生产排班高于去年。2024Q2销售费用/管理费用同比+0.73/-0.58pcts，二季度公司围绕消费者端开展活动，保证渠道和终端利润以促进动销积极性，但受益于数字化营销工程赋能，费效比兑现提升趋势，销售费率略有提升系广宣投入增加。二季度所得税率同比+2.04pcts，综合2024Q2净利率同比-3.62pcts。

**盈利预测与投资建议：**淡季公司主动控货，渠道健康度改善，中秋备货工作已稳步开展；但需求环境仍然疲软，公司以渠道良性和可持续发展为先，下半年动销压力下需保持费投维持销售链条各环节利润，利润率提升持谨慎态度。下修此前盈利预测，预计2024-2025年收入348.7/397.0亿元，同比+15.4%/+13.8%（前值为+17.9%/+16.5%）；归母净利润149.8/171.7亿元，同比+13.1%/+14.6%（前值为+18.2%/+17.2%），当前股价对应11.7倍2024年PE，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,124	30,233	34,877	39,704	44,608
(+/-%)	21.7%	20.3%	15.4%	13.8%	12.4%
净利润(百万元)	10365	13246	14988	17173	19588
(+/-%)	30.3%	27.8%	13.1%	14.6%	14.1%
每股收益(元)	7.04	9.00	10.18	11.67	13.31
EBIT Margin	53.4%	57.0%	56.6%	57.0%	57.7%
净资产收益率 (ROE)	30.3%	32.0%	31.6%	31.7%	32.1%
市盈率 (PE)	16.9	13.3	11.7	10.2	9.0
EV/EBITDA	13.7	11.0	9.5	8.4	7.5
市净率 (PB)	5.13	4.24	3.71	3.24	2.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·白酒 II

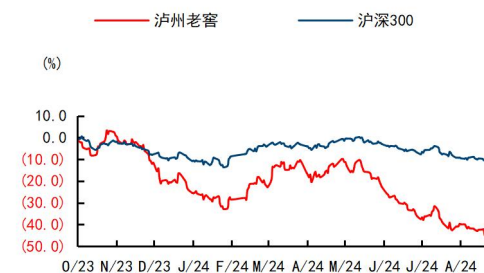
证券分析师：张向伟 联系人：张未艾  
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn  
S0980523090001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	119.28元
总市值/流通市值	175576/175001百万元
52周最高价/最低价	245.00/111.25元
近3个月日均成交额	1344.00百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 坚持长期主义，数字化工程驱动管理变革》——2024-07-02
- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 一季度收入增长21%，费用端持续精益优化》——2024-05-04
- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 区域下沉终端扩容拓增量，数字化转型成效显著》——2024-03-28
- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 单三季度收入增长25%，管理禀赋优势凸显》——2023-10-31
- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 秋收计划顺利开展，管理优势禀赋凸显》——2023-09-28

**2024 年第二季度公司收入同比+10.5%，归母净利润同比+2.2%。**2024 上半年公司实现营业总收入 169.05 亿元，同比+15.8%；实现归母净利润 80.28 亿元，同比+13.2%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 77.16 亿元，同比+10.5%；实现归母净利润 34.54 亿元，同比+2.2%。

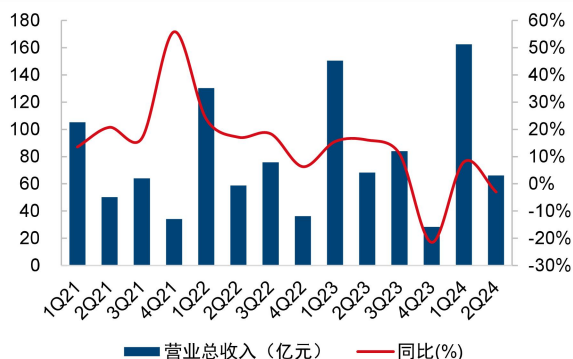
**2024H1 收入稳健增长，公司酒类收入同比+16.0%。**上半年中高档酒/其他酒收入 152.13/16.25 亿元，同比+17.12%/+6.86%。中高档酒看，销量/吨价同比+25.71%/+6.84%，毛利率同比-0.23pcts，受益于前期西南地区“挖井计划”开拓终端增量、及春节旺季需求景气度较好，国窖及泸系特曲量增扎实，结构下移系特曲 60 版/老字号特曲等腰部产品增速高于国窖所致。其他酒看，销量/吨价同比+0.56%/+6.27%，毛利率同比+0.52pcts，头曲增势较好，品类内部结构升级。

**2024Q2 中档酒延续稳健增势，淡季渠道库存去化效果显现。**单二季度看，毛利率同比微增 0.17pcts 系中高档酒收入占比仍有提升，但内部结构下调与 2024H1 变化一致，行业需求压力下国窖增速边际放缓，60 版及老泸特开瓶数据表现亮眼，尤其低度老字号受益于华北地区消费降级增势良好。淡季渠道压力较大，2024Q2 经营性现金流量净额同比-6.6%，销售收现同比-0.2%，截至二季度末合同负债环比减少 1.93 亿元；公司主动控制发货节奏、做开瓶动销工作，库存从 5 月高位回落至健康水平，终端开瓶数据在 6-8 月逐月提升，当前经销商库存水平较去年同期下降，中秋动销余力充足。

**单二季度净利润增速慢于收入增速主因费用率及税率提升压制。**2024Q2 税金及附加率同比+2.22pcts，其中 2024H1 消费税同比+30.4%，判断系生产节奏扰动所致，2022-2023 年受夏季高温天气影响 Q2 蒸馏酿造环节较少，消费税总基数较低，2024Q2 生产排班高于去年。2024Q2 销售费用/管理费用同比+0.73/-0.58pcts，二季度公司围绕消费者端开展活动，保证渠道和终端利润以促进动销积极性，但受益于数字化营销工程赋能，费效比兑现提升趋势，销售费率略有提升系广宣投入增加。二季度所得税率同比+2.04pcts，综合 2024Q2 净利率同比-3.62pcts。

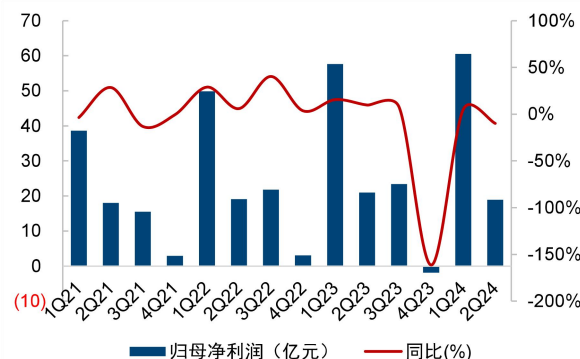
**盈利预测与投资建议：**淡季公司主动控货，渠道健康度改善，中秋备货工作已稳步开展；但需求环境仍然疲软，公司以渠道良性和可持续发展为先，下半年动销压力下需保持费投维持销售链条各环节利润，利润率提升持谨慎态度。下修此前盈利预测，预计 2024-2025 年收入 348.7/397.0 亿元，同比+15.4%/+13.8%（前值为+17.9%/+16.5%）；归母净利润 149.8/171.7 亿元，同比+13.1%/+14.6%（前值为+18.2%/+17.2%），当前股价对应 11.7 倍 2024 年 PE，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



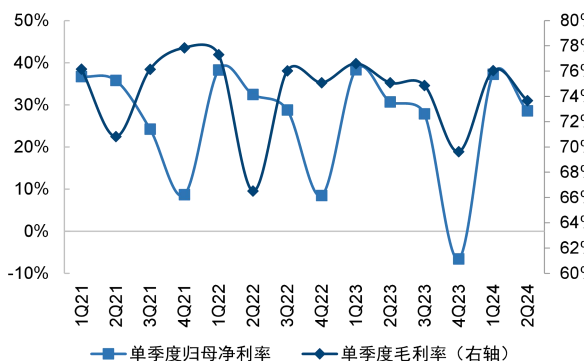
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



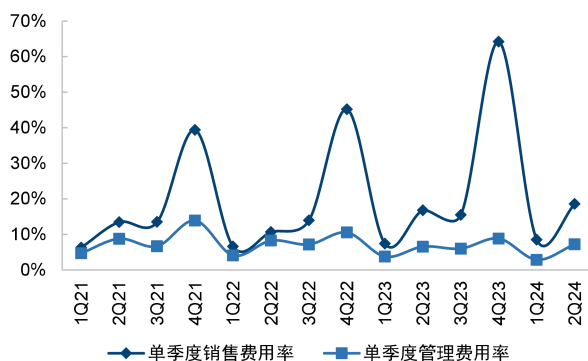
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 泸州老窖盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	30,233	35,643	41,527	34,877	39,704	-2.1%	-4.4%
收入同比增速%	20.3%	17.9%	16.5%	15.4%	13.8%	-2.53pcts	-2.67pcts
毛利率%	88.3%	88.3%	88.4%	87.9%	88.4%	-0.38pcts	-0.01pcts
销售费用率%	13.1%	12.5%	12.5%	13.1%	13.0%	0.65pcts	0.5pcts
管理费用率%	3.5%	3.3%	3.3%	3.8%	3.6%	0.47pcts	0.3pcts
归母净利润 (百万元)	13,246	15,659	18,360	14,988	17,173	-4.3%	-6.5%
归母净利润同比增速%	27.8%	18.2%	17.2%	13.1%	14.6%	-5.07pcts	-2.67pcts
净利率%	43.8%	43.9%	44.2%	43.0%	43.3%	-0.96pcts	-0.96pcts
EPS (元)	9.00	10.64	12.47	10.18	11.67	-4.3%	-6.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/8/30	2024/8/30	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,443	18,129	869.89	995.49	20.8	18.2		
000858.SZ	五粮液	优于大市	123	4,776	338.57	378.71	14.1	12.6		
<b>000568.SZ</b>	<b>泸州老窖</b>	<b>优于大市</b>	<b>119</b>	<b>1,756</b>	<b>149.88</b>	<b>171.73</b>	<b>11.7</b>	<b>10.2</b>		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	177	2,157	129.43	155.32	16.7	13.9		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	82	1,233	106.00	115.04	11.6	10.7		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	37	119	4.53	5.34	26.3	22.3		

600702.SH	舍得酒业	中性	44	147	14.78	16.43	10.0	9.0
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	172	909	59.05	73.80	15.4	12.3
603589.SH	口子窖	优于大市	36	219	19.58	22.07	11.2	9.9
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	50	402	29.00	35.67	13.9	11.3
603369.SH	今世缘	优于大市	39	491	37.99	45.97	12.9	10.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除泸州老窖以外其他公司采用 Wind 一致预期

## 风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17758	25952	32118	37543	43391	营业收入	25124	30233	34877	39704	44608
应收款项	29	40	46	53	59	营业成本	3370	3537	4211	4612	5008
存货净额	9841	11622	12211	14311	15966	营业税金及附加	3524	4133	4768	5559	6245
其他流动资产	4851	6317	6975	7941	8922	销售费用	3449	3974	4585	5161	5710
<b>流动资产合计</b>	<b>33552</b>	<b>45358</b>	<b>52778</b>	<b>61274</b>	<b>69764</b>	管理费用	1162	1139	1450	1565	1697
固定资产	9665	10332	10454	10461	10398	研发费用	206	226	261	297	333
无形资产及其他	3083	3398	3262	3126	2990	财务费用	(286)	(371)	4	(114)	(227)
投资性房地产	2418	1498	1498	1498	1498	投资收益	105	85	250	146	160
长期股权投资	2668	2708	2708	2708	2708	资产减值及公允价值变动	(12)	63	63	63	63
<b>资产总计</b>	<b>51385</b>	<b>63294</b>	<b>70701</b>	<b>79068</b>	<b>87358</b>	其他收入	(151)	(126)	(125)	(161)	(197)
短期借款及交易性金融负债	82	79	0	0	0	营业利润	13847	17842	20047	22970	26201
应付款项	2312	2357	2675	3033	3370	营业外净收支	8	(36)	0	0	0
其他流动负债	8259	7635	8782	9895	10962	<b>利润总额</b>	<b>13855</b>	<b>17806</b>	<b>20047</b>	<b>22970</b>	<b>26201</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>10652</b>	<b>10071</b>	<b>11458</b>	<b>12929</b>	<b>14332</b>	所得税费用	3444	4517	5012	5742	6550
长期借款及应付债券	6176	11499	11499	11499	11499	少数股东损益	45	42	48	55	62
其他长期负债	229	193	193	193	193	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10365</b>	<b>13246</b>	<b>14988</b>	<b>17173</b>	<b>19588</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>6405</b>	<b>11692</b>	<b>11692</b>	<b>11692</b>	<b>11692</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>17057</b>	<b>21763</b>	<b>23150</b>	<b>24621</b>	<b>26024</b>	净利润	10365	13246	14988	17173	19588
少数股东权益	121	140	164	192	223	资产减值准备	82	(2)	(0)	(0)	0
股东权益	34208	41391	47387	54256	61112	折旧摊销	628	667	1076	1192	1263
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>51385</b>	<b>63294</b>	<b>70701</b>	<b>79068</b>	<b>87358</b>	公允价值变动损失	12	(63)	(63)	(63)	(63)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(286)	(371)	4	(114)	(227)
每股收益	7.04	9.00	10.18	11.67	13.31	营运资本变动	(2847)	(2953)	212	(1601)	(1239)
每股红利	3.35	4.45	6.11	7.00	8.65	其它	(59)	23	24	28	31
每股净资产	23.24	28.12	32.19	36.86	41.52	<b>经营活动现金流</b>	<b>8183</b>	<b>10919</b>	<b>16238</b>	<b>16728</b>	<b>19580</b>
ROIC	31.51%	30.74%	31%	36%	37%	资本开支	0	(1318)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	30.30%	32.00%	32%	32%	32%	其它投资现金流	(367)	(354)	0	0	0
毛利率	87%	88%	88%	88%	89%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(408)</b>	<b>(1712)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1000)</b>
EBIT Margin	53%	57%	57%	57%	58%	权益性融资	16	10	0	0	0
EBITDA Margin	56%	59%	60%	60%	61%	负债净变化	3180	6821	0	0	0
收入增长	22%	20%	15%	14%	12%	支付股利、利息	(4929)	(6546)	(8993)	(10304)	(12732)
净利润增长率	30%	28%	13%	15%	14%	其它融资现金流	(48)	(1572)	(79)	0	0
资产负债率	33%	35%	33%	31%	30%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3531)</b>	<b>(1013)</b>	<b>(9072)</b>	<b>(10304)</b>	<b>(12732)</b>
股息率	2.8%	3.7%	5.1%	5.9%	7.3%	<b>现金净变动</b>	<b>4244</b>	<b>8194</b>	<b>6166</b>	<b>5425</b>	<b>5848</b>
P/E	16.9	13.3	11.7	10.2	9.0	货币资金的期初余额	13513	17758	25952	32118	37543
P/B	5.1	4.2	3.7	3.2	2.9	货币资金的期末余额	17758	25952	32118	37543	43391
EV/EBITDA	13.7	11.0	9.5	8.4	7.5	企业自由现金流	0	9251	15092	15576	18337
						权益自由现金流	0	14500	15010	15661	18507

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032