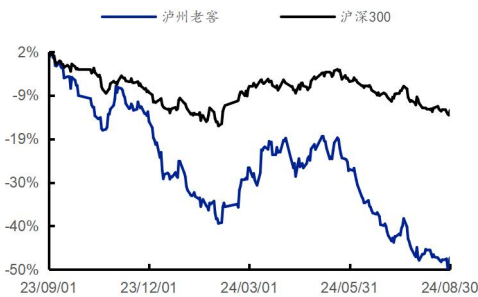


研究所：  
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## 税金扰动业绩，着眼长期发展

### ——泸州老窖（000568）2024年中报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
泸州老窖	-0.4%	-28.3%	-46.5%
沪深300	-1.4%	-7.6%	-12.3%

#### 市场数据

当前价格(元)	119.28
52周价格区间(元)	111.25-245.00
总市值(百万)	175,576.16
流通市值(百万)	175,000.56
总股本(万股)	147,196.65
流通股本(万股)	146,714.08
日均成交额(百万)	1,928.78
近一月换手(%)	0.62

#### 相关报告

《泸州老窖（000568）2023年报及2024年一季报点评：收入保持高增，数智化运营效率持续提升（买入）\*白酒II\*刘浩铭，秦一方》——2024-04-30

#### 事件：

2024年8月30日，泸州老窖发布2024年半年度报告。2024H1公司实现营业收入169.05亿元，同比+15.8%；归母净利润80.28亿元，同比+13.2%；扣非归母净利润79.94亿元，同比+13.5%。2024Q2公司实现营业收入77.16亿元，同比+10.51%；归母净利润34.54亿元，同比+2.24%；扣非归母净利润34.42亿元，同比+2.68%。

#### 投资要点：

- 中档酒表现较优，传统及新兴渠道皆具看点。产品端，2024H1中高档酒实现营收152.13亿元，同比+17.1%，其中销量和吨价分别同比+25.7%/-6.8%，我们预计吨价下滑主要系中档产品如特曲等表现较优。2024H1其他酒类实现营收16.25亿元，同比+6.9%，其中销量和吨价分别同比增长0.6%/6.3%。渠道端，2024H1传统渠道、新兴渠道分别实现营收161.08/7.31亿元，分别同比+15.4%/32.8%。公司不断夯实和深耕传统渠道，上半年境内新增经销商59家至1769家，境外减少12家至92家。同时公司在线上通过旗舰店、专卖店、直播间等多种形式加强销售与消费者沟通，新兴渠道收入高增，盈利水平大幅提升，毛利率同比+10.2pct达79%。
- 毛利率及费用率整体平稳，税金及投资收益扰动净利。2024Q2公司毛利率同比+0.18pct至88.81%，整体表现平稳。分产品看，2024H1中高档酒、其他酒类毛利率分别为92.26%/54.88%，分别同比-0.2%/+0.5%，我们认为主要系品类内部结构变化。2024Q2销售/管理/财务费用率分别为11.78%/3.58%/-0.77%，分别同比+0.72%/-0.58%/+0.52%，销售费用率提升主要系加大广告投入力度，综合来看费用端整体平稳。2024Q2公司归母净利率为44.76%，同比-3.6pct。净利率受到较大扰动主要系税金及附加率及所得税率分别同比增长2.2/2pct。收现端，2024Q2销售收现95.21亿元，与上年同期基本持平，现金流整体稳定。2024Q2合同负债23.42亿元，同比+4.08亿元，环比-1.93亿元，仍处较高水平，为全年业绩蓄力。
- 坚持良性发展，长期经营向好。2024年以来商务、宴席等场景需求偏弱，公司没有为了发展速度牺牲发展质量，在保持产品结构优化和渠道健康的基础上努力实现增长，为即将到来的旺季蓄力，且国

窖 1573 批价保持平稳。我们认为公司在渠道和品牌端的核心竞争力突出，高度国窖未来仍将保持稳健增长，而低度国窖将继续受益于次高端扩容、价格带向上裂变和低度化饮酒等趋势，保持弹性增长；特曲系列在近两年调整到位后也进入规模增量阶段，长期趋势向好。

- **盈利预测和投资评级：**考虑到当前消费需求整体偏弱，我们下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 348/404/474 亿元，归母净利润分别为 153/176/209 亿元，EPS 分别为 10.38/11.96/14.23 元，对应 PE 分别为 11.50/9.98/8.38 倍，但考虑到公司作为白酒行业龙头，具备较强的品牌和渠道基础，在着眼长期的基础上经营趋势仍然向好，因此维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 消费复苏节奏受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30233	34777	40370	47406
增长率(%)	20	15	16	17
归母净利润（百万元）	13246	15272	17598	20948
增长率(%)	28	15	15	19
摊薄每股收益（元）	9.00	10.38	11.96	14.23
ROE(%)	32	32	33	35
P/E	19.89	11.50	9.98	8.38
P/B	6.38	3.73	3.31	2.92
P/S	8.74	5.05	4.35	3.70
EV/EBITDA	13.91	7.59	6.47	5.30

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：泸州老窖盈利预测表

证券代码：	000568				股价：	119.28	投资评级：	买入	日期：	2024/08/30
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	32%	32%	33%	35%	EPS	9.02	10.38	11.96	14.23	
毛利率	88%	89%	90%	90%	BVPS	28.12	31.94	35.99	40.89	
期间费率	16%	17%	17%	17%	<b>估值</b>					
销售净利率	44%	44%	44%	44%	P/E	19.89	11.50	9.98	8.38	
<b>成长能力</b>					P/B	6.38	3.73	3.31	2.92	
收入增长率	20%	15%	16%	17%	P/S	8.74	5.05	4.35	3.70	
利润增长率	28%	15%	15%	19%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	0.53	0.50	0.50	0.51	<b>营业收入</b>	<b>30233</b>	<b>34777</b>	<b>40370</b>	<b>47406</b>	
应收账款周转率	2583.95	2265.48	2665.71	2519.17	营业成本	3537	3820	4202	4706	
存货周转率	0.33	0.30	0.29	0.29	营业税金及附加	4133	4625	5571	6542	
<b>偿债能力</b>					销售费用	3974	4660	5652	6637	
资产负债率	34%	38%	39%	40%	管理费用	1139	1488	1716	1977	
流动比	4.50	4.49	5.09	5.66	财务费用	-371	-389	-525	-650	
速动比	3.31	3.38	3.92	4.43	其他费用/（-收入）	226	278	323	375	
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>17842</b>	<b>20461</b>	<b>23609</b>	<b>28077</b>	
现金及现金等价物	27379	36417	44768	54106	营业外净收支	-36	-17	-9	10	
应收款项	17	13	17	21	<b>利润总额</b>	<b>17806</b>	<b>20444</b>	<b>23600</b>	<b>28087</b>	
存货净额	11622	13795	15174	16995	所得税费用	4517	5132	5947	7076	
其他流动资产	6340	7284	8318	9805	<b>净利润</b>	<b>13289</b>	<b>15313</b>	<b>17653</b>	<b>21010</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>45358</b>	<b>57508</b>	<b>68277</b>	<b>80927</b>	少数股东损益	42	41	55	62	
固定资产	8613	9164	9558	9873	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>13246</b>	<b>15272</b>	<b>17598</b>	<b>20948</b>	
在建工程	1718	1518	1468	1471	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	4896	4739	4911	4994	<b>经营活动现金流</b>	<b>10648</b>	<b>14485</b>	<b>16459</b>	<b>19191</b>	
长期股权投资	2708	2740	2777	2812	净利润	13246	15272	17598	20948	
<b>资产总计</b>	<b>63294</b>	<b>75670</b>	<b>86991</b>	<b>100077</b>	少数股东损益	42	41	55	62	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	677	710	738	788	
应付款项	2357	2409	2568	2745	公允价值变动	-63	0	0	0	
合同负债	2673	3130	3230	3318	营运资金变动	-3844	-1840	-1815	-2425	
其他流动负债	5041	7281	7624	8245	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1268</b>	<b>-1261</b>	<b>-1174</b>	<b>-1041</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>10071</b>	<b>12819</b>	<b>13422</b>	<b>14309</b>	资本支出	-1432	-1341	-1368	-1351	
长期借款及应付债券	11499	15483	20191	25127	长期投资	107	55	114	191	
其他长期负债	193	167	163	159	其他	57	24	81	119	
<b>长期负债合计</b>	<b>11692</b>	<b>15650</b>	<b>20353</b>	<b>25286</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1218</b>	<b>-4192</b>	<b>-6934</b>	<b>-8812</b>	
<b>负债合计</b>	<b>21763</b>	<b>28470</b>	<b>33775</b>	<b>39595</b>	债务融资	5325	5460	4703	4932	
股本	1472	1472	1472	1472	权益融资	10	98	0	0	
股东权益	41532	47200	53216	60483	其它	-6554	-9751	-11638	-13744	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>63294</b>	<b>75670</b>	<b>86991</b>	<b>100077</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>8164</b>	<b>9038</b>	<b>8351</b>	<b>9338</b>	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。