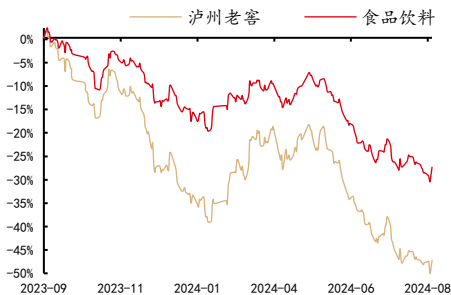


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	119.28
总股本/流通股本(亿股)	14.72 / 14.67
总市值/流通市值(亿元)	1,756 / 1,750
52周内最高/最低价	241.18 / 112.94
资产负债率(%)	34.4%
市盈率	13.22
第一大股东	泸州老窖集团有限责任公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

泸州老窖(000568)

收入韧性增长，保持市场开拓定力

● 事件

公司发布 2024 年半年报。公司 2024 年上半年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 169.05/80.28/79.94 亿元，同比+15.84%/+13.22%/+13.54%。公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 77.16/34.54/34.42 亿元，同比+10.51%/+2.24%/+2.68%。

● 投资要点

2024 年上半年公司毛利率/归母净利率分别为 88.57%/47.49%，分别同比+0.22/-1.10pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.09%/9.64%/2.99%/0.44%/-0.74%，分别同比+1.16/-0.38/-0.71/+0.01/+0.13pct。2024 年上半年实现销售收现 201.62 亿元，同比 14.66%；经现净额 82.25 亿元，同比+45.63%；Q2 末合同负债 23.42 亿元，同比增加 4.08 亿元，环比减少 1.93 亿元。应收款项融资 40.89 亿元，环比减少 12.51 亿元，同比增加 13.24 亿元。我们预计上半年国窖保持双位数增长，特曲 60 和老字号增速高于平均，其中特曲 60 动销较快，库存偏低，老字号受益于 200-300 价格带放量，保持较好增长，窖龄处在调整期，头曲保持稳健增长。

24Q2 公司毛利率/归母净利率为 88.81%/44.76%，分别同比+0.17/-3.62pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.67%/11.78%/3.58%/0.58%/-0.77%，分别同比+2.22/+0.73/-0.58/+0.04/+0.52pct。单二季度实现销售收现 95.21 亿元，同比-0.22%，经现净额 38.66 亿元，同比-6.60%。二季度整体中高端占比提升带动毛利率稳步上行，税金比例增加较多预计与公司生产节奏季度间波动有关（去年基数偏低），此外五码合一费用更多以红包形式触达 C 端，会计处理方式对于收入/毛利率/税率均有影响。销售费用结构上半年广宣费+31.64%（非电视类线上广告、电视广告增幅较高）、促销费-4.21%。预计 Q2 销售费用率略提高与广宣相关投入加大有关。

分产品来看，24H1 中高档酒/其他酒分别实现营收 152.13/16.25 亿元，同比+17.12%/+6.86%，其中中高档酒/其他酒销量分别为 2.13/2.66 万吨，同比+25.71%/+0.56%，中高档酒/其他酒均价分别为 71.48/6.10 万元/吨，同比-6.83%/6.26%。中高档酒均价下滑预计与腰部中档酒增速快于国窖有关。

● 盈利预测与投资建议

二季度公司加强了消费者活动投入，提升消费者开瓶率，提振终

端动销速度，降低渠道库存水平。当前终端库存极低，主要集中在经销商层面，二季度至今开瓶率逐月上升，预计库存同比下降明显。公司此前提出 2024 年年度目标力争实现营业收入同比增长不低于 15%，我们预计大概率可以实现。据此我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 348.45/395.53/441.69 亿元（原预测 2024-2026 年为 364.46/430.75/504.37 亿元），同比增长 15.26%/13.51%/11.67%，归母净利润 150.51/171.77/193.29 亿元（原预测 2024-2026 年为 163.03/196.95/234.48 亿元），同比增长 13.63%/14.12%/12.53%。预计未来三年 EPS 分别为 10.23/11.67/13.13，对应当前股价 PE 分别为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30233	34845	39553	44169
增长率(%)	20.34	15.26	13.51	11.67
EBITDA（百万元）	18102.43	20868.38	23717.63	26625.56
归属母公司净利润（百万元）	13246.39	15051.36	17177.20	19329.41
增长率(%)	27.79	13.63	14.12	12.53
EPS(元/股)	9.00	10.23	11.67	13.13
市盈率(P/E)	13.25	11.67	10.22	9.08
市净率(P/B)	4.24	3.70	3.23	2.83
EV/EBITDA	13.87	7.37	6.20	5.24

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	30233	34845	39553	44169	营业收入	20.3%	15.3%	13.5%	11.7%
营业成本	3537	3991	4499	4957	营业利润	28.9%	12.9%	14.1%	12.5%
税金及附加	4133	5112	5724	6303	归属于母公司净利润	27.8%	13.6%	14.1%	12.5%
销售费用	3974	4581	5200	5762	获利能力				
管理费用	1139	1174	1293	1400	毛利率	88.3%	88.5%	88.6%	88.8%
研发费用	226	251	285	318	净利率	44.0%	43.3%	43.6%	43.9%
财务费用	-371	-214	-234	-228	ROE	32.0%	31.7%	31.6%	31.2%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	56.1%	52.8%	66.8%	74.4%
营业利润	17842	20147	22990	25865	偿债能力				
营业外收入	36	30	30	30	资产负债率	34.4%	33.2%	30.1%	27.2%
营业外支出	72	53	53	53	流动比率	4.50	4.01	4.06	4.17
利润总额	17806	20125	22967	25842	营运能力				
所得税	4517	5031	5742	6461	应收账款周转率	5.08	4.92	4.92	4.92
净利润	13289	15094	17225	19382	存货周转率	0.30	0.35	0.35	0.35
归母净利润	13246	15051	17177	19329	总资产周转率	0.48	0.49	0.51	0.52
每股收益(元)	9.00	10.23	11.67	13.13	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	9.00	10.23	11.67	13.13
货币资金	25952	33697	38899	45085	每股净资产	28.12	32.21	36.88	42.13
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	5956	7088	8045	8984	PE	13.25	11.67	10.22	9.08
预付款项	202	231	262	292	PB	4.24	3.70	3.23	2.83
存货	11622	11535	13003	14328	现金流量表				
流动资产合计	45358	54214	61905	70418	净利润	13289	14997	17129	19285
固定资产	8636	8084	7505	6899	折旧和摊销	668	958	984	1011
在建工程	1718	1432	1146	859	营运资本变动	-3844	2325	-736	-700
无形资产	3398	3285	3171	3058	其他	527	-189	-209	-203
非流动资产合计	17936	17045	16128	15184	经营活动现金流净额	10639	18091	17168	19394
资产总计	63294	71260	78033	85602	资本开支	-1531	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	263	4	4	4
应付票据及应付账款	2357	2890	3257	3589	投资活动现金流净额	-1268	4	4	4
其他流动负债	7714	10618	12002	13296	股权融资	385	0	0	0
流动负债合计	10071	13507	15259	16886	债务融资	5317	-1533	-1898	-1840
其他	11692	10159	8261	6421	其他	-6920	-8817	-10073	-11371
非流动负债合计	11692	10159	8261	6421	筹资活动现金流净额	-1218	-10351	-11971	-13211
负债合计	21763	23666	23521	23307	现金及现金等价物净增加额	8154	7745	5202	6187
股本	1472	1472	1472	1472					
资本公积金	5185	5185	5185	5185					
未分配利润	34734	40754	47624	55355					
少数股东权益	140	183	231	283					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	41532	47594	54512	62295					
负债和所有者权益总计	63294	71260	78033	85602					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048