

泸州老窖 (000568)

2024 年中报业绩点评: 夯实基础, 防范风险
买入 (维持)

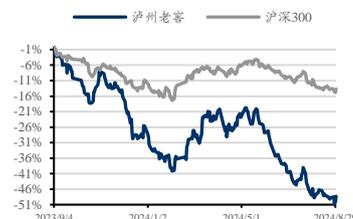
2024 年 09 月 02 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002
suny@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 25124 | 30233 | 34900 | 39448 | 46811 |
| 同比 (%) | 21.71 | 20.34 | 15.44 | 13.03 | 18.66 |
| 归母净利润 (百万元) | 10365 | 13246 | 15402 | 17726 | 21518 |
| 同比 (%) | 30.29 | 27.79 | 16.27 | 15.09 | 21.39 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 7.04 | 9.00 | 10.46 | 12.04 | 14.62 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 16.94 | 13.25 | 11.40 | 9.91 | 8.16 |

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年中报, 24H1 收入 169.05 亿元/同比+15.84%, 归母净利润 80.28 亿元/同比+13.22%;24Q2 收入 77.16 亿元/同比+10.51%;归母净利润 34.54 亿元/同比+2.24%。24H1 收入增速沿全年 15%+ 目标稳步兑现, 利润增速不及收入, 主因消费税率波动拖累。
- **Q2 适当调控夯实渠道质量, 多价格带合力共为。** 24H1 公司酒类收入同比+16.0%, 其中 Q2 较 Q1 增速有一定放缓, 1 是基数偏高, 23Q2 收入占比 23.1%, 明显高于 21/22 年同期约 21% 左右水平; 2 是公司主动控货去库以巩固渠道、防范风险。伴随 7/8 月动销开瓶逐步回升, 全年收入 15% 增速目标预计将稳步兑现。①H1 中高档酒收入同比+17.1%, 量/价同比+25.7%/-6.8%。其中国窖收入增速 10~15%, Q2 宏观需求走弱背景下, 相应加强发货管控, 年中渠道库存回落至良性水平, 24H1 泸系中档酒收入同比增速稳定在 20%+ 水平, 年内保持价稳量增策略, Q2 窖龄增速适度调控。②H1 其他酒类收入同比+6.9%, 量/价同比+0.6%/+6.3%。头曲承接大众消费红利保持较好增速, 整体增速偏慢 1 是头曲春节销售有部分体现在 23Q4, 2 是其他战术产品继续精简控量。
- **收现保持稳健, 费效稳步提升。** 1) 收现端: H1 公司收现比达 119%, 收入+Δ 预收同比+18.7%, 渠道回款相对正常推进; Q2 收现同比放缓, 主因季度回款收放节奏较去年存在差异。2) 利润端: 24H1 公司净利率同比-1.2pct 至 47.6%, 主因消费税率拖累, 毛销差仍保持温和改善。①毛利率: H1/Q2 同比均提升约 0.2pct, 智能化包装中心陆续转固导致折旧同比上升, 但原材料成本优化实现正贡献, H1 中高档酒、其他酒毛利率分别同比-0.2pct/+0.5pct。②费用率: H1 促销费用收缩是费率优化的主要贡献, 同比-0.6pct, 主因公司适度收缩随量费用, 并通过数字化营销系统提升费用投放效率。其次, H1 销售、管理端员工薪酬费率合计优化约 0.3pct (同比), 主因股权激励对即期薪酬实现补充。Q2 销售费用波动主因广宣费用提升(H1 同比+0.5pct), 澳网赞助及浓香 700 年等品牌活动导致投入加大。③税金率: H1 公司消费税率同比+1.0pct 至 9.3%, 主因生产节奏变化, 23Q2 夏季高温致基酒酿造排产偏少, 导致消费税基数偏低。
- **夯实基础, 防范风险。** 24H1 公司围绕“坚定、攻坚、创新、协同”的发展主题, 降速提质, 防范风险——一方面通过高地战略、百城计划等方案加强核心市场深耕, 并加强节奏调控适时环节渠道压力; 另一方面借助数字化手段推动扁平化管理, 进一步向管理要效益。伴随西南、华北市场做深做透, 华东、华南市场逐步激活, 未来仍然看好公司双品牌全国化布局成效。
- **盈利预测与投资评级:** 预计全年国窖收入与整体增速差异不大, 中档酒一定程度实现动能增益。考虑 2024 年系体育赛事大年及“中国浓香 700 年”, 公司广宣投放适当加大, 相应调整 2024-2026 年归母净利润为 154/177/215 亿元 (前值为 163/200/244 亿元), 同比+16%/15%/21%, 对应 PE 为 11/10/8 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费复苏不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、系列酒渠道管控不及预期。

市场数据

| | |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元) | 119.28 |
| 一年最低/最高价 | 111.25/245.00 |
| 市净率(倍) | 4.20 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 175,000.56 |
| 总市值(百万元) | 175,576.16 |

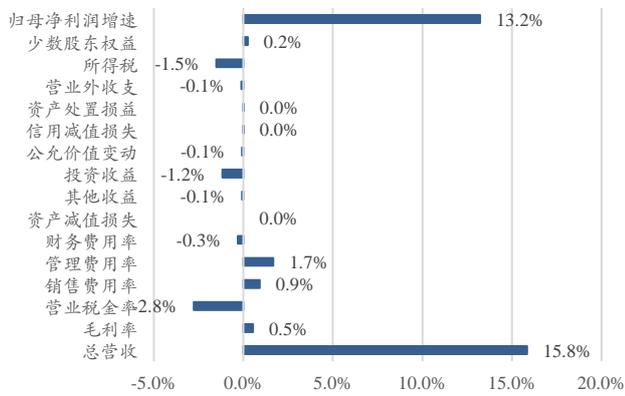
基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 28.39 |
| 资产负债率(%LF) | 40.28 |
| 总股本(百万股) | 1,471.97 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,467.14 |

相关研究

- 《泸州老窖(000568): 2023 年报及 2024Q1 点评: 沉心定志, 稳步向前》
2024-04-28
- 《泸州老窖(000568): 双品牌齐驱并进, 区域深耕持续挖潜》
2024-03-13

图1: 24H1 归母净利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q2 归母净利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

泸州老窖三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 45,358 | 51,776 | 56,831 | 66,622 | 营业总收入 | 30,233 | 34,900 | 39,448 | 46,811 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 27,379 | 28,968 | 36,770 | 37,627 | 营业成本(含金融类) | 3,537 | 4,030 | 4,588 | 5,368 |
| 经营性应收款项 | 6,158 | 6,046 | 5,853 | 5,896 | 税金及附加 | 4,133 | 4,851 | 5,470 | 6,466 |
| 存货 | 11,622 | 16,502 | 13,917 | 22,735 | 销售费用 | 3,974 | 4,442 | 4,914 | 5,571 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 1,139 | 1,066 | 1,003 | 1,082 |
| 其他流动资产 | 199 | 260 | 291 | 364 | 研发费用 | 226 | 261 | 295 | 350 |
| 非流动资产 | 17,936 | 19,994 | 22,409 | 24,081 | 财务费用 | (371) | (218) | (413) | (683) |
| 长期股权投资 | 2,708 | 2,438 | 2,504 | 2,552 | 加:其他收益 | 54 | 35 | 50 | 57 |
| 固定资产及使用权资产 | 8,636 | 10,476 | 12,176 | 13,520 | 投资净收益 | 85 | 70 | 75 | 84 |
| 在建工程 | 1,718 | 1,609 | 1,805 | 1,652 | 公允价值变动 | 63 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 3,398 | 3,645 | 3,991 | 4,308 | 减值损失 | 1 | 17 | 20 | 23 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 45 | 24 | 20 | 42 |
| 长期待摊费用 | 1 | 1 | 1 | 1 | 营业利润 | 17,842 | 20,613 | 23,756 | 28,864 |
| 其他非流动资产 | 1,474 | 1,825 | 1,932 | 2,047 | 营业外净收支 | (36) | (12) | (13) | (21) |
| 资产总计 | 63,294 | 71,770 | 79,240 | 90,703 | 利润总额 | 17,806 | 20,601 | 23,743 | 28,843 |
| 流动负债 | 10,071 | 12,937 | 13,554 | 16,518 | 减:所得税 | 4,517 | 5,150 | 5,954 | 7,254 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 79 | 82 | 81 | 81 | 净利润 | 13,289 | 15,451 | 17,789 | 21,589 |
| 经营性应付款项 | 2,357 | 2,994 | 2,584 | 4,037 | 减:少数股东损益 | 42 | 49 | 63 | 71 |
| 合同负债 | 2,673 | 3,023 | 3,441 | 4,026 | 归属母公司净利润 | 13,246 | 15,402 | 17,726 | 21,518 |
| 其他流动负债 | 4,962 | 6,838 | 7,448 | 8,374 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 9.00 | 10.46 | 12.04 | 14.62 |
| 非流动负债 | 11,692 | 11,093 | 10,793 | 10,613 | EBIT | 17,278 | 20,268 | 23,209 | 28,008 |
| 长期借款 | 10,000 | 10,000 | 10,000 | 10,000 | EBITDA | 17,956 | 21,126 | 24,187 | 29,067 |
| 应付债券 | 1,499 | 899 | 600 | 420 | 毛利率(%) | 88.30 | 88.45 | 88.37 | 88.53 |
| 租赁负债 | 22 | 22 | 22 | 22 | 归母净利率(%) | 43.81 | 44.13 | 44.93 | 45.97 |
| 其他非流动负债 | 171 | 171 | 171 | 171 | 收入增长率(%) | 20.34 | 15.44 | 13.03 | 18.66 |
| 负债合计 | 21,763 | 24,030 | 24,347 | 27,131 | 归母净利润增长率(%) | 27.79 | 16.27 | 15.09 | 21.39 |
| 归属母公司股东权益 | 41,391 | 47,550 | 54,640 | 63,248 | | | | | |
| 少数股东权益 | 140 | 189 | 253 | 324 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 41,532 | 47,740 | 54,893 | 63,572 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 63,294 | 71,770 | 79,240 | 90,703 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | 重要财务与估值指标 | | | | | |
|-------------|---------|----------|----------|-----------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 10,648 | 14,589 | 22,583 | 17,149 | 每股净资产(元) | 28.12 | 32.30 | 37.12 | 42.97 |
| 投资活动现金流 | (1,268) | (2,976) | (3,791) | (3,232) | 最新发行在外股份(百万股) | 1,472 | 1,472 | 1,472 | 1,472 |
| 筹资活动现金流 | (1,218) | (10,399) | (11,475) | (13,617) | ROIC(%) | 27.51 | 27.18 | 27.97 | 30.01 |
| 现金净增加额 | 8,164 | 1,214 | 7,317 | 300 | ROE-摊薄(%) | 32.00 | 32.39 | 32.44 | 34.02 |
| 折旧和摊销 | 677 | 857 | 978 | 1,059 | 资产负债率(%) | 34.38 | 33.48 | 30.73 | 29.91 |
| 资本开支 | (1,432) | (2,822) | (3,213) | (2,547) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 13.25 | 11.40 | 9.91 | 8.16 |
| 营运资本变动 | (3,844) | (1,967) | 3,346 | (5,946) | P/B(现价) | 4.24 | 3.69 | 3.21 | 2.78 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>