

000568.SZ

买入

原评级: 买入

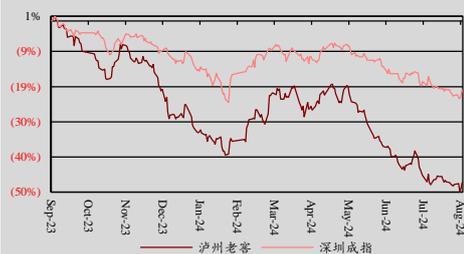
市场价格: 人民币 119.28

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 泸州老窖 2024 年半年报业绩点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(31.0)	(4.8)	(31.5)	(48.9)
相对深圳成指	(19.8)	(3.4)	(20.4)	(28.5)

发行股数 (百万)	1,471.97
流通股 (百万)	1,467.14
总市值 (人民币 百万)	175,576.16
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,350.99
主要股东	
泸州老窖集团有限责任公司	25.89

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 8 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

- 《泸州老窖》20240430
- 《泸州老窖》20231101
- 《泸州老窖》20230901

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

联系人: 周源

yuan.zhou_bj@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123040013

泸州老窖

公司整体经营稳健, 2 季度利润受税金影响承压

泸州老窖公告 2024 年半年报业绩。1H24 公司营收 169.0 亿元, 同比增 15.8%, 归母净利润 80.3 亿元, 同比增 13.2%, 其中 2Q24 公司实现营收、归母净利润分别为 77.2 亿元、34.5 亿元, 同比分别增 10.5%、2.2%。截至 2 季度末, 公司合同负债 23.4 亿元, 环比 1 季度降 1.9 亿元, 上年同期环比增 2.1 亿元。2 季度公司收入端表现稳健, 利润端受税金影响承压, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ 受去年同期基数影响, 2 季度营收增速放缓。1H24 受产品结构调整影响, 吨价同比降 6.8%。1H24 公司营收 169 亿元, 同比增 15.8%, 其中 1Q24、2Q24 营收增速分别为 20.7%、10.5%, 2 季度收入增速放缓主要受去年同期高基数有关 (2Q23 营收增速+30.5%)。(1) 分产品来看, 1H24 公司中高档酒营收 152.1 亿元, 同比增 17.1%, 毛利率 92.3%, 同比降 0.2pct。拆分量价来看, 中高档产品销量及吨价同比增速分别为 25.7%、-6.8%, 我们判断国窖 1573 需求表现平稳, 但腰部产品放量影响整体吨价表现。我们预计, 60 版特曲近两年在西南区域消费氛围浓郁, 我们预计营收实现较快增长。1H24 公司其他酒类营收 16.3 亿元, 同比增 6.9%, 毛利率 54.9%, 同比+0.5pct。从量价表现来看, 吨价推动营收增长 (销量+0.6%, 吨价+6.3%), 公司低端产品以头曲为主, 近两年公司持续对头曲升级带动吨价增长。(2) 分渠道来看, 1H24 公司传统渠道及新兴渠道营收增速分别为 15.4% (营收占比 95.7%)、32.8%, 新兴渠道在低基数下实现较快增长。(3) 截至 2 季度末, 公司经销商合计 1861 家, 其中国内经销商合计 1769 家, 净增 59 家。

■ 受税金及投资收益拖累, 2 季度公司利润端表现承压。2Q24 公司归母净利润 34.5 亿元, 同比增 2.2%。2 季度公司毛利率为 88.8%, 同比增 0.2pct, 税金及附加比率为 11.7%, 同比增 2.2pct, 主要系公司缴纳上年末应交税金影响所致。2Q24 公司销售费用率、管理费用率同比分别+0.7pct、-0.6pct, 至 11.8%、3.6%。销售费用中, 广宣费用增加明显, 1H24 同比增 32%。1H24 公司投资收益 1542 万元, 同比降 81.9%, 主要系被投资单位盈利水平下降所致。综上, 2Q24 公司归母净利润率同比降 3.6pct 至 44.8%。截至 2 季度末, 公司合同负债 23.4 亿元, 环比 1 季度降 1.9 亿元, 上年同期环比增 2.1 亿元。

估值

■ 在行业环境疲软背景下, 公司充分彰显管理禀赋, 在数字化营销及生产智能化建设方面领先行业, 受益内部管理效能持续提升, 公司整体经营保持稳健。我们认为随着公司品牌势能的不断提升, 全国化扩张及基地市场市占率提升效果将逐渐显现。考虑到外部宏观环境导致商务用酒承压, 行业整体增速放缓, 同时参考上半年业绩, 我们小幅调整此前预测, 预计 2024-2026 年, 公司营收增速分别为 15.0%、12.7%、10.1%, 归母净利润增速分别为 14.1%、13.7%、12.5%, EPS 分别为 10.26、11.67、13.14 元/股, 对应 PE 分别为 11.6X、10.2X、9.1X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 普茅、普五价格波动。渠道库存超预期。经济恢复不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	25,124	30,233	34,781	39,206	43,184
增长率(%)	21.7	20.3	15.0	12.7	10.1
EBITDA(人民币 百万)	14,055	17,902	20,540	22,764	25,236
归母净利润(人民币 百万)	10,365	13,246	15,109	17,184	19,337
增长率(%)	30.3	27.8	14.1	13.7	12.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	7.04	9.00	10.26	11.67	13.14
原先股本摊薄每股收益(人民币)			10.83	12.98	15.36
变动幅度(%)			(5.3)	(10.1)	(14.5)
市盈率(倍)	16.9	13.3	11.6	10.2	9.1
市净率(倍)	5.1	4.2	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA(倍)	22.8	14.3	7.7	6.6	5.4
每股股息(人民币)	4.2	5.4	5.4	6.1	6.9
股息率(%)	1.9	3.0	4.5	5.1	5.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 泸州老窖 2024 年半年报业绩

(人民币, 百万元)	2Q23	2Q24	同比 (%)	1H23	1H24	同比 (%)
营业收入	6,983	7,716	10.5	14,593	16,905	15.8
营业成本	794	864	8.8	1,700	1,932	13.6
毛利率(%)	88.6	88.8	0.2	88.3	88.6	0.2
毛利	6,189	6,853	10.7	12,893	14,973	16.1
税金及附加	660	900	36.4	1,594	2,043	28.2
销售费用	772	909	17.8	1,463	1,630	11.4
管理费用	291	276	(5.0)	540	505	(6.5)
研发费用	37	45	19.5	63	75	19.3
财务费用	(90)	(59)	(34.2)	(126)	(124)	(1.2)
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	12.7	10.5	(17.3)	33	33	1.4
投资收益	26	(3)	(111.9)	85	15	(81.9)
营业利润	4,574	4,804	5.0	9,499	10,916	14.9
营业利润率(%)	65.5	62.3	(3.2)	65.1	64.6	(0.5)
营业外收入	9	3	(68.9)	14	9	(40.8)
营业外支出	7	7	0.5	7	8	9.9
利润总额	4,577	4,800	4.9	9,507	10,917	14.8
所得税	1,177	1,332	13.2	2,385	2,871	20.3
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	26	28	1.8	25	26	1.0
少数股东权益	22	14	(34.8)	31	19	(40.0)
归属于母公司净利润	3,378	3,454	2.2	7,090	8,028	13.2
归母净利率(%)	48.4	44.8	(3.6)	48.6	47.5	(1.1)
EPS	2.29	2.35	2.2	4.82	5.45	13.2

资料来源: iFind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	25,124	30,233	34,781	39,206	43,184
营业收入	25,124	30,233	34,781	39,206	43,184
营业成本	3,370	3,537	4,058	4,573	4,968
营业税金及附加	3,524	4,133	4,741	5,359	5,895
销售费用	3,449	3,974	4,563	5,410	5,830
管理费用	1,162	1,139	1,287	1,474	1,598
研发费用	206	226	254	294	324
财务费用	(286)	(371)	(212)	(911)	(1,312)
其他收益	37	54	50	30	30
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(1)	1	(10)	(8)	(5)
资产处置收益	20	45	(11)	(11)	(11)
公允价值变动收益	(12)	63	10	8	5
投资收益	105	85	100	80	80
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	13,847	17,842	20,229	23,104	25,981
营业外收入	28	36	30	38	38
营业外支出	20	72	50	50	50
利润总额	13,855	17,806	20,209	23,092	25,969
所得税	3,444	4,517	5,052	5,854	6,570
净利润	10,411	13,289	15,157	17,238	19,399
少数股东损益	45	42	48	55	62
归母净利润	10,365	13,246	15,109	17,184	19,337
EBITDA	14,055	17,902	20,540	22,764	25,236
EPS(最新股本摊薄, 元)	7.04	9.00	10.26	11.67	13.14

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	33,552	45,358	54,298	61,477	71,956
货币资金	17,758	25,952	33,042	40,928	49,424
应收账款	6	17	9	21	8
应收票据	0	0	0	0	0
存货	9,841	11,622	12,998	11,137	12,877
预付账款	114	202	161	261	197
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	5,833	7,565	8,088	9,130	9,450
非流动资产	17,834	17,936	18,234	18,000	17,835
长期投资	3,804	3,111	3,111	3,111	3,111
固定资产	8,856	8,613	8,026	7,438	6,851
无形资产	3,083	3,398	3,318	3,238	3,159
其他长期资产	2,090	2,814	3,779	4,212	4,714
资产合计	51,385	63,294	72,532	79,476	89,791
流动负债	10,652	10,071	13,334	12,464	15,361
短期借款	0	0	204	0	0
应付账款	2,312	2,357	2,999	2,845	3,366
其他流动负债	8,340	7,714	10,132	9,619	11,995
非流动负债	6,405	11,692	10,458	10,075	8,267
长期借款	3,180	10,000	8,000	8,000	6,000
其他长期负债	3,225	1,692	2,458	2,075	2,267
负债合计	17,057	21,763	23,793	22,539	23,627
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
少数股东权益	121	140	189	243	305
归属母公司股东权益	34,208	41,391	48,551	56,695	65,858
负债和股东权益合计	51,385	63,294	72,532	79,476	89,791

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	10,411	13,289	15,157	17,238	19,399
折旧摊销	644	677	671	678	671
营运资金变动	(2,656)	(3,837)	1,508	342	1,114
其他	(136)	519	(374)	(956)	(1,402)
经营活动现金流	8,263	10,648	16,962	17,301	19,782
资本支出	(1,035)	(1,502)	(885)	(485)	(485)
投资变动	(1,232)	404	(290)	(292)	(195)
其他	394	(170)	89	69	69
投资活动现金流	(1,874)	(1,268)	(1,086)	(708)	(611)
银行借款	3,180	6,821	(1,797)	(204)	(2,000)
股权融资	(4,550)	(6,916)	(7,949)	(9,040)	(10,173)
其他	(708)	(1,123)	959	537	1,499
筹资活动现金流	(2,078)	(1,218)	(8,787)	(8,707)	(10,674)
净现金流	4,310	8,162	7,090	7,886	8,496

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	21.7	20.3	15.0	12.7	10.1
营业利润增长率(%)	30.7	28.9	13.4	14.2	12.5
归属于母公司净利润增长率(%)	30.3	27.8	14.1	13.7	12.5
息税前利润增长率(%)	32.6	28.4	15.4	11.2	11.2
息税折旧前利润增长率(%)	31.6	27.4	14.7	10.8	10.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	30.3	27.8	14.1	13.7	12.5
获利能力					
息税前利润率(%)	53.4	57.0	57.1	56.3	56.9
营业利润率(%)	55.1	59.0	58.2	58.9	60.2
毛利率(%)	86.6	88.3	88.3	88.3	88.5
归母净利润率(%)	41.3	43.8	43.4	43.8	44.8
ROE(%)	30.3	32.0	31.1	30.3	29.4
ROIC(%)	41.9	37.9	31.0	32.4	35.2
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
流动比率	3.1	4.5	4.1	4.9	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6,639.7	2,584.0	2,584.0	2,584.0	3,000.0
应付账款周转率	10.6	13.0	13.0	13.4	13.9
费用率					
销售费用率(%)	13.7	13.1	13.1	13.8	13.5
管理费用率(%)	4.6	3.8	3.7	3.8	3.7
研发费用率(%)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
财务费用率(%)	(1.1)	(1.2)	(0.6)	(2.3)	(3.0)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	7.0	9.0	10.3	11.7	13.1
每股经营现金流(最新摊薄)	5.6	7.2	11.5	11.8	13.4
每股净资产(最新摊薄)	23.2	28.1	33.0	38.5	44.7
每股股息	4.2	5.4	5.4	6.1	6.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	16.9	13.3	11.6	10.2	9.1
P/B(最新摊薄)	5.1	4.2	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	22.8	14.3	7.7	6.6	5.4
价格/现金流(倍)	21.2	16.5	10.4	10.1	8.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371