

24H1 收入稳健增长, 24H2 强化营销攻坚

投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年中报, 上半年实现收入 169.0 亿元, 同比+15.8%, 归母净利润 80.3 亿元, 同比+13.2%; 其中单 Q2 实现收入 77.2 亿元, 同比+10.5%, 归母净利润 34.5 亿元, 同比+2.2%。
- 国窖、特曲双轮驱动, 24H1 实现平稳增长。** 1、在外部消费环境相对疲软的背景下, 公司依托强大的品牌力和主动地开拓市场, 24H1 收入端依然实现 15% 以上的稳健增长, 彰显出较强的增长韧性; 此外, 高度国窖批价稳定在 860-880 元之间, 低度国窖和特曲价盘稳定。2、分产品, 上半年中高端酒实现收入 152.1 亿元, 同比+17.1%, 其中销量、吨价分别同比+25.7%、-6.8%; 估计高端国窖系列实现 15% 左右的增长, 特曲增速快于整体, 窖龄酒仍在调整之中; 其他酒类实现收入 16.3 亿元, 同比+6.9%, 其中销量、吨价分别+0.6%、+6.3%。3、市场端, 24H1 西南、华北等大本营市场表现稳健; 公司积极推动华东战略、高地战略、大西北市场战略等重点工程, 市场布局再见实效。
- 毛利率同比小幅提升, 税费扰动下净利率阶段性承压。** 1、24Q2 公司毛利率同比小幅提升 0.2 个百分点至 88.8%, 主要系中高端酒类占比提升所致。费用率方面, 24Q2 销售费用率提高 0.7 个百分点至 11.8%, 其中广告宣传费增长明显, 管理费用率下降 0.6 个百分点至 3.6%, 财务费用率提升 0.5 个百分点至 -0.8%, 整体费用率同比提升 0.7 个百分点至 15.2%。此外, 24Q2 营业税金及附加率上升 2.2 个百分点至 11.7%, 所得税率上升 2.0 个百分点至 27.8%; 综合作用下, 24Q2 净利率下降 3.7 个百分点至 44.9%。2、24Q2 公司销售收现 95.2 亿元, 同比 -0.2%, 经营活动现金流入 97.1 亿元, 同比 -0.8%, 现金流有所承压; 此外, 截至二季度末公司合同负债为 23.4 亿元, 同比+21.1%。
- 24H1 收入稳健增长, 24H2 强化营销攻坚。** 1、24H1 商务消费略显疲软的背景下, 公司推动数字化扫码体系全面落地, 更好地维护渠道价值链; 此外, 公司做好西南、华北等大本营市场下沉深耕, 推进华东战略、高地战略等重点工程。2、展望下半年, 公司将深化营销攻坚, 全面推动百城计划落地, 开展基地市场“挖掘工程”, 进一步挖掘存量、拓展增量, 24H2 收入端稳健增长可期。3、当前高端国窖稳健增长, 泸州老窖品牌势能持续释放, 双轮驱动格局凸显; 伴随着公司品牌势能持续释放, 全国化开拓扎实推进, 持续稳健增长可期。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 10.36 元、11.83 元、13.34 元, 对应 PE 分别为 12 倍、10 倍、9 倍。国窖和特曲双轮驱动, 稳健增长可期, 给予 2024 年 15 倍 PE, 对应目标价 155.4 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济复苏或不及预期, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	302.33	348.39	391.78	436.21
增长率	20.34%	15.23%	12.45%	11.34%
归属母公司净利润(亿元)	132.46	152.47	174.16	196.31
增长率	27.79%	15.11%	14.23%	12.72%
每股收益 EPS(元)	9.00	10.36	11.83	13.34
净资产收益率 ROE	32.00%	30.51%	29.12%	27.75%
PE	13	12	10	9
PB	4.23	3.50	2.93	2.47

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

分析师: 笱文钊
执业证号: S1250524060002
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.72
流通 A 股(亿股)	14.67
52 周内股价区间(元)	112.94-241.18
总市值(亿元)	1,755.76
总资产(亿元)	702.39
每股净资产(元)	28.39

相关研究

- 泸州老窖(000568): 23 年圆满收官, 24Q1 延续高增 (2024-04-29)
- 泸州老窖(000568): 23Q3 业绩再超预期, 成长性与确定性俱佳 (2023-11-01)

盈利预测与估值

关键假设：

1) 高端国窖作为三大高端白酒之一，需求端具有韧性；预计 2024-2026 年中高档酒（包含国窖、特曲、窖龄）销量增速分别为 15%、11%、10%，吨单价分别提升 0%、1%、1%，吨成本分别提升 1%、1%、1%；

2) 其他酒类主要包括头曲和黑盖，头曲性价比突出，黑盖卡位高线光瓶赛道，未来有望实现持续增长；预计 2024-2026 年其他酒类销量增速分别为 14%、12%、10%，吨单价分别提升 3%、3%、3%，吨成本分别提升 2%、2%、2%；

3) 考虑消费疲软和市场竞争加剧，预计 2024-2026 年销售费用率保持 14% 不变；此外，伴随着公司收入扩大，规模效应越发明显，管理费用率有望稳步下降，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 3.6%、3.4%、3.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

分业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入（亿元）	302.3	348.4	391.8	436.2
	增速	20.3%	15.2%	12.5%	11.3%
	营业成本（亿元）	35.4	41.2	46.5	51.9
	毛利率	88.3%	88.2%	88.1%	88.1%
中高档酒 (国窖、特曲、窖龄)	销量（吨）	37584	43221	47976	52773
	YOY	1.2%	15.0%	11.0%	10.0%
	吨单价（万元/吨）	71.42	71.42	72.13	72.85
	YOY	19.8%	0.0%	1.0%	1.0%
	收入（亿元）	268.4	308.7	346.1	384.5
	YOY	21.3%	15.0%	12.1%	11.1%
	成本（亿元）	20.8	24.1	27.0	30.0
	吨成本（万元/吨）	5.52	5.58	5.64	5.69
	YOY	3.5%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	92.3%	92.2%	92.2%	92.2%	
其他酒类 (头曲、黑盖)	销量（吨）	58694	66911	74941	82435
	YOY	19.6%	14.0%	12.0%	10.0%
	吨单价（万元/吨）	5.51	5.68	5.85	6.02
	YOY	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
	收入（亿元）	32.4	38.0	43.8	49.7
	YOY	22.9%	17.4%	15.4%	13.3%
	成本（亿元）	14.1	16.4	18.7	21.0
	吨成本（万元/吨）	2.40	2.45	2.50	2.55
	YOY	-4.54%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	56.5%	56.9%	57.3%	57.7%	

分业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
其他业务	收入 (亿元)	1.6	1.7	1.9	2.1
	YOY	-56.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本 (亿元)	0.5	0.7	0.8	0.8
	毛利率	66.3%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源: 西南证券

可比公司方面, 我们以白酒行业一线名酒贵州茅台, 五粮液, 山西汾酒作为可比公司。国窖 1573 是三大高端酒品牌之一, 泸州老窖品牌势能逐步释放, 双轮驱动格局越发凸显; 公司在西南、华北大本营市场基础稳固, 新兴的华东、华中等市场正在持续扩张中。展望未来, 在优秀管理层引领下, 公司通过挖掘存量、拓展增量措施, 有望实现持续稳健成长。参考可比公司估值, 给予 2024 年 15 倍 PE, 对应目标价 155.40 元, 维持“买入”评级。

表 2: 可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600519	贵州茅台	1443.19	747.3	869.9	995.5	1130.0	24	21	18	16
000858	五粮液	123.03	302.1	338.6	378.7	423.4	16	14	13	11
600809	山西汾酒	176.83	104.4	129.4	155.3	184.1	21	17	14	12
平均值							20	17	15	13
000568	泸州老窖	119.28	132.5	152.5	174.2	196.3	13	12	10	9

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	302.33	348.39	391.78	436.21	净利润	132.89	152.96	174.72	196.94
营业成本	35.37	41.18	46.50	51.86	折旧与摊销	6.68	8.45	9.21	9.87
营业税金及附加	41.33	50.52	56.81	63.25	财务费用	-3.71	-7.43	-11.52	-15.60
销售费用	39.74	48.77	54.85	61.07	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	11.39	12.54	13.32	13.96	经营营运资本变动	-38.37	56.13	10.63	19.97
财务费用	-3.71	-7.43	-11.52	-15.60	其他	9.00	-1.44	-1.63	-1.54
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	106.48	208.68	181.41	209.64
投资收益	0.85	1.19	1.19	1.19	资本支出	-12.16	-15.50	-15.80	-11.00
公允价值变动损益	0.63	0.25	0.44	0.35	其他	-0.52	1.44	1.63	1.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-12.68	-14.06	-14.17	-9.46
营业利润	178.42	204.25	233.46	263.21	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.36	-0.03	-0.03	-0.03	长期借款	68.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	178.06	204.22	233.43	263.18	股权融资	3.85	0.00	0.00	0.00
所得税	45.17	51.26	58.71	66.24	支付股利	-62.19	-66.23	-76.24	-87.08
净利润	132.89	152.96	174.72	196.94	其他	-22.05	6.01	11.52	15.60
少数股东损益	0.42	0.49	0.56	0.63	筹资活动现金流净额	-12.18	-60.23	-64.71	-71.48
归属母公司股东净利润	132.46	152.47	174.16	196.31	现金流量净额	81.64	134.40	102.52	128.69
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	259.52	393.92	496.44	625.14	成长能力				
应收和预付款项	34.51	32.01	39.61	43.67	销售收入增长率	20.34%	15.23%	12.45%	11.34%
存货	116.22	135.30	152.78	170.39	营业利润增长率	28.85%	14.48%	14.30%	12.74%
其他流动资产	43.33	16.33	16.58	16.85	净利润增长率	27.65%	15.11%	14.23%	12.72%
长期股权投资	27.08	27.08	27.08	27.08	EBITDA 增长率	27.83%	13.17%	12.60%	11.39%
投资性房地产	0.38	0.38	0.38	0.38	获利能力				
固定资产和在建工程	103.32	113.48	122.95	126.86	毛利率	88.30%	88.18%	88.13%	88.11%
无形资产和开发支出	33.98	30.87	27.99	25.21	三费率	15.69%	15.47%	14.46%	13.62%
其他非流动资产	14.60	14.60	14.60	14.60	净利率	43.95%	43.91%	44.60%	45.15%
资产总计	632.94	763.97	898.41	1050.18	ROE	32.00%	30.51%	29.12%	27.75%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	20.99%	20.02%	19.45%	18.75%
应付和预收款项	58.21	127.75	161.56	201.11	ROIC	59.63%	66.04%	82.58%	95.46%
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	EBITDA/销售收入	59.99%	58.92%	59.00%	59.03%
其他负债	59.42	34.80	36.95	39.32	营运能力				
负债合计	217.63	262.56	298.51	340.43	总资产周转率	0.53	0.50	0.47	0.45
股本	14.72	14.72	14.72	14.72	固定资产周转率	3.46	3.73	3.69	3.79
资本公积	51.85	51.85	51.85	51.85	应收账款周转率	2548.40	2063.18	2171.66	2114.81
留存收益	352.88	439.12	537.04	646.27	存货周转率	0.33	0.33	0.32	0.32
归属母公司股东权益	413.91	499.52	597.45	706.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.49%	—	—	—
少数股东权益	1.40	1.89	2.45	3.07	资本结构				
股东权益合计	415.32	501.41	599.90	709.75	资产负债率	34.38%	34.37%	33.23%	32.42%
负债和股东权益合计	632.94	763.97	898.41	1050.18	带息债务/总负债	52.84%	43.80%	38.52%	33.78%
					流动比率	4.50	3.97	3.88	3.83
					速动比率	3.35	3.04	3.04	3.07
					股利支付率	46.95%	43.44%	43.77%	44.36%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	181.38	205.27	231.14	257.48	每股收益	9.00	10.36	11.83	13.34
PE	13.25	11.52	10.08	8.94	每股净资产	28.21	34.06	40.75	48.22
PB	4.23	3.50	2.93	2.47	每股经营现金	7.23	14.18	12.32	14.24
PS	5.81	5.04	4.48	4.03	每股股利	4.23	4.50	5.18	5.92
EV/EBITDA	8.72	7.05	5.82	4.72					
股息率	3.54%	3.77%	4.34%	4.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
