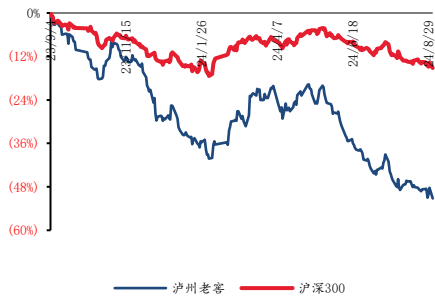


泸州老窖: Q2 调整节奏稳增长, 税负拖累盈利表现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	14.72/14.72
总市值/流通(亿元)	1,655.96/1,655.96
	5.96
12个月内最高/最低价(元)	245/111.25

相关研究报告

<<泸州老窖: 全年顺利收官, 一季度业绩符合预期>>--2024-04-30

<<泸州老窖: 业绩超预期, 合同负债和现金流表现靓丽>>--2023-11-14

<<泸州老窖: 业绩超预期, 国窖增长靓丽>>--2023-08-29

证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师: 肖依琳

电话:

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

事件: 泸州老窖发布 2024 年中报, 2023 年公司实现营收 169.05 亿元, 同比+15.84%, 归母净利润 80.28 亿元, 同比+13.22%。其中 2024Q2 实现营收 77.16 亿元, 同比+10.51%, 归母净利润 34.54 亿元, 同比+2.24%。

Q2 主动调整夯实内功, 特曲延续较快增长。2024Q2 公司酒类收入同比增长 16.0%, 酒类收入环比降速, 主因外部环境承压, 公司主动去库调整所致, 预计 8 月底公司库存水平下降幅度在双位数左右。分产品来看, H1 公司中高档酒类/其他酒类分别实现收入 152.1/16.3 亿元, 同比+17%/+7%, 销量同比+26%/+1%, 吨价同比-7%/+6%。2024H1 国窖收入实现双位数增长, 高度国窖略快于低度国窖增速, 60 版特曲预计增长 20%左右, 其中老字号特曲增长快于 1573, 窖龄处于调整期略有承压。H1 其他酒类收入同比+6.9%, 其中量/价分别同比+0.6%/+6.3%, 低端头曲预计增长 15%-20%, 大众价格带表现较好。从区域来看, 各大区增长相对较均衡, 核心区域华北、西南发展势头最好, 挖井计划深度挖掘西南和华北基地市场单点卖力和网点提升潜力, 低度酒在华北保持良性增长势头, 持续巩固高端低度酒龙头地位。

税负提升拖累盈利表现, 蓄水池仍位于健康水位。2024H1 公司毛利率同比+0.2pct 至 88.6%, 其中 Q2 毛利率同比+0.2pct 至 88.8%, Q2 中档酒占比提升至中高端毛利率小幅下滑, 中高档酒毛利率同比-0.2pct, 但原材料成本下行保障毛利率水平整体保持稳定。Q2 公司销售/管理/财务费用率分别同比+0.7/-0.6/+0.5pct, 销售费用率提升主因公司 Q2 加大市场投入力度, 包括空中广告投放、扫码红包、买赠活动等, 其中广告宣传费用同比+32%, 促销费用同比-15%; 财务费用率提升与华西证券投资收益下降影响有关。同时, Q2 收入增长较快以及生产排期节奏差异 (Q2 生产与出货量同比增加), 导致消费税率提升, 公司 24Q2 营业税金及附加占比同比+2.2pct 至 11.7%。受到产品结构变化、存量市场加大市场投入力度、消费税率增加以及投资收益下降等因素影响, Q2 利润增速慢于收入, Q2 净利率同比-3.6pct 至 44.8%。收现方面, 公司 Q2 末合同负债为 23.4 亿元, 环比 Q1 末减少 1.9 亿元, Q2 销售收现同比-0.22%至 95.2 亿元, 收现增速下滑预计与季度回款节奏有关, 整体蓄水池仍然较充足, 回款推进正常。

投资建议: 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 10.09/11.37/12.74 元, 对应当前股价 PE 分别为 11/10/9X, 我们按照 2024 年业绩给予 15 倍,

一年目标价 151.25 元，维持“买入”评级。

风险提示：白酒市场需求疲软，产品结构升级不及预期；市场竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30,233	34,736	39,000	43,911
营业收入增长率(%)	20.34%	14.89%	12.28%	12.59%
归母净利（百万元）	13,246	14,854	16,729	18,753
净利润增长率(%)	27.79%	12.14%	12.63%	12.10%
摊薄每股收益（元）	9.02	10.09	11.37	12.74
市盈率（PE）	19.89	11.15	9.90	8.83

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	17,758	25,952	46,160	62,180	79,622
应收和预付款项	120	220	170	209	230
存货	9,841	11,622	11,274	12,707	14,643
其他流动资产	5,833	7,565	8,394	9,464	10,321
流动资产合计	33,552	45,358	65,998	84,560	104,817
长期股权投资	2,668	2,708	2,776	2,857	2,932
投资性房地产	39	38	67	92	119
固定资产	8,856	8,613	9,285	9,933	10,510
在建工程	809	1,718	1,192	628	83
无形资产开发支出	3,083	3,398	3,743	4,022	4,334
长期待摊费用	1	1	1	1	1
其他非流动资产	35,930	46,818	67,094	85,668	105,932
资产总计	51,385	63,294	84,158	103,202	123,911
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,312	2,357	2,890	3,402	3,836
长期借款	3,180	10,000	10,000	10,000	10,000
其他负债	11,565	9,405	14,773	16,544	18,023
负债合计	17,057	21,763	27,663	29,947	31,860
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
资本公积	4,800	5,185	5,286	5,286	5,286
留存收益	28,244	35,288	50,147	66,876	85,630
归母公司股东权益	34,208	41,391	56,315	73,044	91,797
少数股东权益	121	140	180	211	254
股东权益合计	34,329	41,532	56,495	73,255	92,051
负债和股东权益	51,385	63,294	84,158	103,202	123,911

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	8,263	10,648	20,130	17,349	18,970
投资性现金流	-1,874	-1,268	-1,085	-950	-1,147
融资性现金流	-2,078	-1,218	1,157	-380	-380
现金增加额	4,326	8,164	20,208	16,019	17,442

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,124	30,233	34,736	39,000	43,911
营业成本	3,370	3,537	4,017	4,621	5,271
营业税金及附加	3,524	4,133	5,349	6,045	6,806
销售费用	3,449	3,974	4,585	5,148	5,621
管理费用	1,162	1,139	1,042	1,170	1,317
财务费用	-286	-371	-61	-218	-352
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	105	85	209	282	94
公允价值变动	-12	63	0	0	0
营业利润	13,847	17,842	19,842	22,335	25,026
其他非经营损益	8	-36	17	12	35
利润总额	13,855	17,806	19,859	22,347	25,061
所得税	3,444	4,517	4,965	5,587	6,265
净利润	10,411	13,289	14,894	16,760	18,796
少数股东损益	45	42	40	31	43
归母股东净利润	10,365	13,246	14,854	16,729	18,753

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	86.59%	88.30%	88.44%	88.15%	88.00%
销售净利率	41.26%	43.81%	42.76%	42.90%	42.71%
销售收入增长率	21.71%	20.34%	14.89%	12.28%	12.59%
EBIT 增长率	32.29%	28.48%	14.58%	11.78%	11.66%
净利润增长率	30.29%	27.79%	12.14%	12.63%	12.10%
ROE	30.30%	32.00%	26.38%	22.90%	20.43%
ROA	20.17%	20.93%	17.65%	16.21%	15.13%
ROIC	24.88%	24.27%	21.34%	19.22%	17.63%
EPS (X)	7.06	9.02	10.09	11.37	12.74
PE (X)	31.77	19.89	11.15	9.90	8.83
PB (X)	9.65	6.38	2.94	2.27	1.80
PS (X)	13.14	8.74	4.77	4.25	3.77
EV/EBITDA (X)	22.61	13.91	6.47	5.08	3.88

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。