

泸州老窖 (000568.SZ) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2024年9月3日

评级：买入（维持）

市场价格：112.50 元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

分析师：赵襄彭

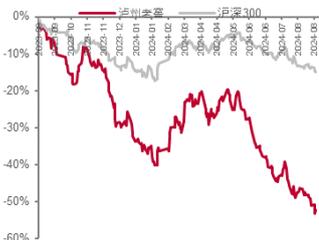
执业证书编号：S0740524010001

Email: zhaoxp@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,472
流通股本(百万股)	1,467
市价(元)	112.50
市值(百万元)	165,596
流通市值(百万元)	165,053

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,124	30,233	34,862	38,506	41,464
增长率 yoy%	22%	20%	15%	10%	8%
净利润(百万元)	10,365	13,246	14,999	16,873	18,422
增长率 yoy%	30%	28%	13%	12%	9%
每股收益(元)	7.04	9.00	10.19	11.46	12.52
每股现金流量	5.61	7.23	9.33	10.85	11.91
净资产收益率	30%	32%	31%	30%	30%
P/E	16.0	12.5	11.0	9.8	9.0
P/B	4.8	4.0	3.4	3.0	2.7

备注：股价数据更新截止2024年9月2日

投资要点

- **公司发布 2024 年半年报，1H24 实现营业收入 169.05 亿元，同比+15.84%；实现归母净利润 80.28 亿元，同比+13.22%。**
- **利润相对承压，半年回款与收入匹配。**公司 2Q24 实现收入 77.16 亿元，同比+10.51%，归母净利润 34.54 亿元，同比+2.24%，利润增速相对承压。2Q24 营业收入+△合同负债回款同比+4.63%，销售收现同比-0.22%；综合上半年回款来看，1H24 营业收入+△合同负债回款同比+18.72%，销售收现同比+14.66%，半年维度的回款指标增速与同期收入增速较为匹配。
- **毛利率保持稳健，补交税费影响净利。**公司 1H24 实现销售毛利率 88.57%，同比+0.22pct，实现归母净利率 47.49%，同比-1.10pct；其中 2Q24 实现销售毛利率 88.81%，同比+0.17pct，实现归母净利率 44.76%，同比-3.62pct。从产品结构角度，1H24 公司中高档酒类营收同比+17.12%，销量/吨价分别同比+25.71%/-6.84%；其他酒类营收同比+6.86%，销量/吨价分别同比+0.56%/+6.27%。2Q24 销售费用率/管理费用率为 11.78%/4.16%，同比+0.73pct/-0.54pct，销售费用率提升主要源于广告宣传费明显增加。1H24 税金及附加占销售收入比例同比提升 1.16pct 至 12.09%，其中 2Q24 税金及附加占销售收入比例同比提升 2.22pct 至 11.67%，从科目细则看出主要源于消费税的增加，主要系本期缴纳上年末应交税金影响所致。
- **数字化改革成果显现，主动控速维护价盘。**数字化改革是公司重点战略，通过五码合一系统有望提升公司对于销售渠道的掌控力、加强终端消费者培育。根据云上酒趣，3 月以来高度国窖 1573 价格平稳，也反映公司对价盘管控效果较好。随着考核方式、渠道利润模式逐步切换磨合，公司有望通过区域深耕、战略市场扩张的方式保持动销稳健。
- **盈利预测：**考虑到 24 年淡季商务场景略弱对收入的影响，以及公司费用端的持续优化趋势，我们调整盈利预测。预计 2024-2026 年营业总收入分别为 349、385、415 亿元（2024-2026 年原值为 362、434、508 亿元），同比增长 15%、10%、8%；净利润分别为 150、169、184 亿元（2024-2026 年原值为 160、196、234 亿元），同比增长 13%、12%、9%；对应 EPS 为 10.19、11.46、12.52 元（2024-2026 年原值为 10.86、13.31、15.88 元），当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 11、10、9 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续扩散风险、新品推广进程放缓、食品品质事故风险、渠道调研数据误差风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	25,952	38,038	50,807	63,299	营业收入	30,233	34,862	38,506	41,464
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,537	4,084	4,476	4,810
应收账款	17	11	15	17	税金及附加	4,133	4,950	5,352	5,764
预付账款	202	234	256	275	销售费用	3,974	4,497	4,929	5,224
存货	11,622	13,419	14,708	15,804	管理费用	1,139	1,255	1,309	1,327
合同资产	0	0	0	0	研发费用	226	261	288	310
其他流动资产	7,565	8,504	9,244	9,845	财务费用	-371	-136	-318	-522
流动资产合计	45,358	60,206	75,029	89,240	信用减值损失	1	1	1	1
其他长期投资	38	38	38	38	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	2,708	2,708	2,708	2,708	公允价值变动收益	63	63	63	63
固定资产	8,613	8,444	8,346	8,315	投资收益	85	85	85	85
在建工程	1,718	1,818	1,818	1,718	其他收益	54	54	54	54
无形资产	3,398	3,452	3,501	3,546	营业利润	17,842	20,198	22,717	24,799
其他非流动资产	1,460	1,461	1,461	1,462	营业外收入	36	36	36	36
非流动资产合计	17,936	17,922	17,873	17,786	营业外支出	72	72	72	72
资产合计	63,294	78,128	92,902	107,026	利润总额	17,806	20,162	22,681	24,763
短期借款	0	97	226	335	所得税	4,517	5,115	5,754	6,282
应付票据	0	0	0	0	净利润	13,289	15,047	16,927	18,481
应付账款	2,357	2,722	2,983	3,205	少数股东损益	42	48	54	59
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	13,247	14,999	16,873	18,422
合同负债	2,673	3,082	3,404	3,666	NOPLAT	13,012	14,946	16,690	18,091
其他应付款	1,121	1,121	1,121	1,121	EPS (按最新股本摊薄)	9.00	10.19	11.46	12.52
一年内到期的非流动负债	79	79	79	79					
其他流动负债	3,841	3,948	4,011	4,052	主要财务比率				
流动负债合计	10,071	11,048	11,824	12,458	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	10,000	16,821	23,642	30,462	成长能力				
应付债券	1,499	1,499	1,499	1,499	营业收入增长率	20.3%	15.3%	10.5%	7.7%
其他非流动负债	193	193	193	193	EBIT增长率	28.5%	14.9%	11.7%	8.4%
非流动负债合计	11,692	18,513	25,333	32,154	归母公司净利润增长率	27.8%	13.2%	12.5%	9.2%
负债合计	21,763	29,561	37,158	44,612	获利能力				
归属母公司所有者权益	41,391	48,379	55,503	62,113	毛利率	88.3%	88.3%	88.4%	88.4%
少数股东权益	140	188	242	301	净利率	44.0%	43.2%	44.0%	44.6%
所有者权益合计	41,532	48,567	55,745	62,414	ROE	31.9%	30.9%	30.3%	29.5%
负债和股东权益	63,294	78,128	92,902	107,026	ROIC	36.6%	32.5%	29.6%	27.2%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	34.4%	37.8%	40.0%	41.7%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	28.3%	38.5%	46.0%	52.2%
经营活动现金流	10,648	13,738	15,967	17,529	流动比率	4.5	5.4	6.3	7.2
现金收益	13,585	15,830	17,523	18,871	速动比率	3.3	4.2	5.1	5.9
存货影响	-1,781	-1,797	-1,288	-1,096	营运能力				
经营性应收影响	-100	-24	-26	-22	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营性应付影响	-19	365	261	222	应收账款周转天数	0	0	0	0
其他影响	-1,037	-635	-502	-446	应付账款周转天数	238	224	229	232
投资活动现金流	-1,268	-757	-717	-677	存货周转天数	1,092	1,104	1,131	1,142
资本支出	-1,652	-905	-865	-825	每股指标(元)				
股权投资	-41	0	0	0	每股收益	9.00	10.19	11.46	12.52
其他长期资产变化	425	148	148	148	每股经营现金流	7.23	9.33	10.85	11.91
融资活动现金流	-1,218	-895	-2,481	-4,360	每股净资产	28.12	32.87	37.71	42.20
借款增加	5,320	6,917	6,950	6,930	估值比率				
股利及利息支付	-6,546	-10,617	-13,099	-15,525	P/E	13	11	10	9
股东融资	0	0	0	0	P/B	4	3	3	3
其他影响	-2	2,805	3,668	4,235	EV/EBITDA	10	22	17	13

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。