

泸州老窖 (000568)

下半年及时释压，蛇年预期显著改善

买入 (维持)

2024年10月23日

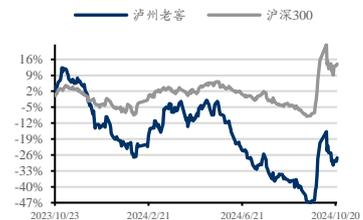
证券分析师 孙瑜

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	32659	36006	41458
同比 (%)	21.71	20.34	8.02	10.25	15.14
归母净利润 (百万元)	10365	13246	14196	15798	18508
同比 (%)	30.29	27.79	7.17	11.28	17.16
EPS-最新摊薄 (元/股)	7.04	9.00	9.64	10.73	12.57
P/E (现价&最新摊薄)	19.90	15.57	14.53	13.06	11.14

股价走势



投资要点

- **消费承压中秋平淡，主流酒企普遍务实调速。**4-9月消费普遍走弱，从社零数据看，7-9月餐饮、限额以上烟酒、饮料类零售增速继续明显低于4-6月，其中限额以上烟酒和饮料9月负增长，商务消费和企业礼赠需求边际走弱，餐饮消费加速探底，居民消费（如粮油）表现相对稳定。1) 居民端：Q3消费者信心指数环比Q2变化不大，中秋旅游收入、国庆发运客流同比增速环比五一、端午波动可控；餐饮渠道亦反馈中秋国庆期间居民宴席及聚餐表现环比五一端午力度相近。2) 企业端：伴随工业企业利润同比增速回落，企业送礼预算压缩，中秋高端酒送礼需求显著回落，商务招待需求仍然低迷。白酒需求弱势环境下，渠道去库主动而进货谨慎，品牌选择也更趋集中；白酒企业亦作务实调整，普遍相对淡化回款要求，优先推进去库稳价工作，泸州老窖公司也在Q3推进控货去库，维护市场良性。
- **老窖预期跷跷板，2025增长预期改善明显。**本轮市场转暖之前白酒板块跌幅领先，申万白酒指数区间最大跌幅约32%，主因市场整体下跌叠加白酒景气度下行趋势加强；泸州老窖公司区间最大跌幅近46%，主因市场担心2024业绩增长透支，渠道库存恶化，2025或出现较大幅度营收利润双下滑。与公司务实举措匹配，市场对公司H2预期大幅回落，同步修复2025增长预期，公司的预期改善幅度于行业内更为明显。
- **市企两级人员同步调整助稳预期。**新华网报道，9月30日四川省委任命刘筱柳为泸州市委书记，10月18日泸州老窖集团公告，根据泸州国资委通知，廖俊任集团副董事长兼总裁。我们认为两项重磅人事变动具有较强积极面，一方面关于泸州老窖股份，集团的人事预期趋于稳定，另一方面公司2024H2释压窗口及时，2025目标指引性也更明确。
- **产品多点开花，降级升级皆有应对。**沿“双品牌、三品系、大单品”主线，公司2024上半年多价格带产品呈现齐驱并进态势，Q2淡季西南国窖开箱开瓶保持稳定，窖龄和泸特开瓶保持较高水位，扫码红包、千一万三、双124工程等举措持续做强消费氛围，为此我们非常关注的几个维度（其一，公司产品矩阵能否适应长期消费承压下的降级需求；其二，数字化优势突出，真实开瓶消费稳定的态势延续性如何；其三，真实库存的合理性），都阶段性有答案，但Q3消费形势过于严峻，竞品价格持续低位，公司立足健康可持续，主动降速，不掩后劲潜力。
- **盈利预测与投资评级：**基于2024Q3及整个2024H2消费偏弱，宏观转向起步，行业普遍降速优化库存，适当下修中短期盈利预测，预计2024-26年营收为326.6/360.1/414.6亿元（前值为349/394/468亿元），归母净利润为142.0/158.0/185.1亿元（前值为154/177/215亿元），当前市值对应PE为15、13、11倍，2024年盈利对应股息率为4.2%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、宏观利好政策落地低于预期、消费复苏不及预期、食品安全问题。

市场数据

收盘价(元)	137.23
一年最低/最高价	98.92/229.30
市净率(倍)	4.83
流通A股市值(百万元)	201,356.21
总市值(百万元)	201,997.96

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)	1,467.29

相关研究

- 《泸州老窖(000568): 2024年中报业绩点评: 夯实基础, 防范风险》  
2024-09-02
- 《泸州老窖(000568): 2023年报及2024Q1点评: 沉心定志, 稳步向前》  
2024-04-28

图1: 中国消费者信心指数变化



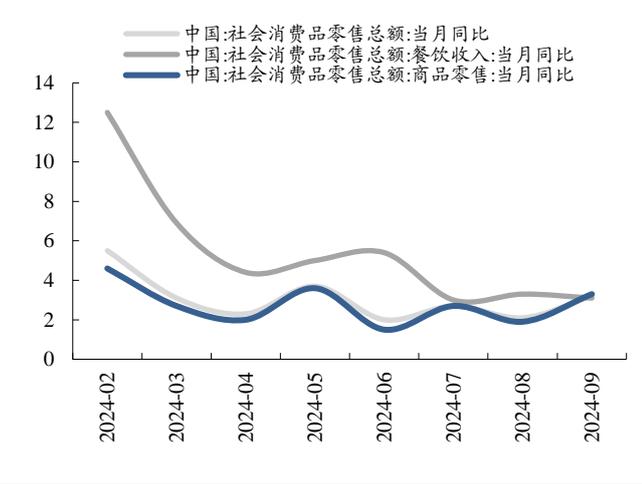
数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 全国工业企业利润累计同比、当月同比



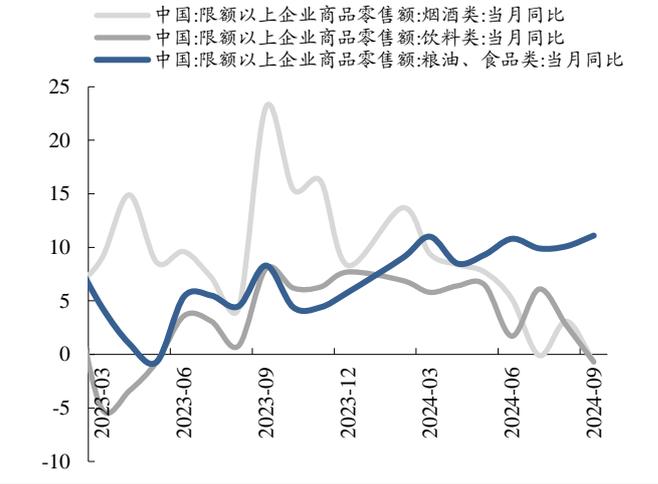
数据来源: wind、东吴证券研究所

图3: 社零增长走势 (%)



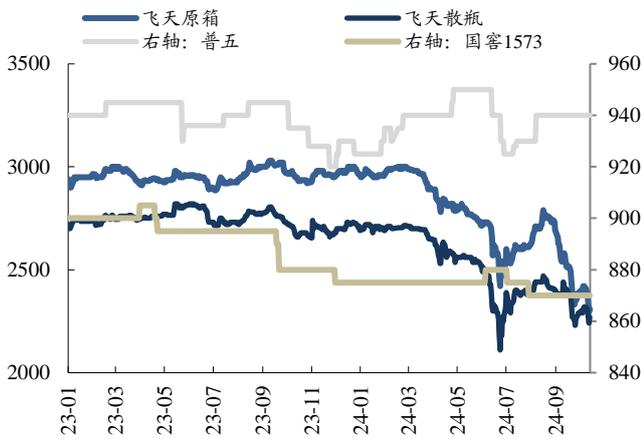
数据来源: wind、东吴证券研究所

图4: 烟酒食品社零走势 (%)



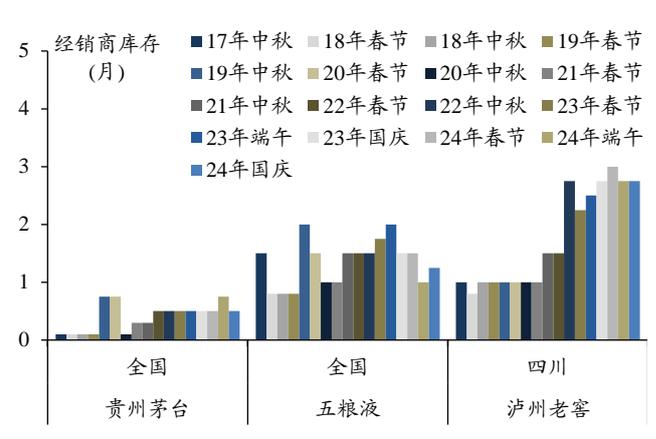
数据来源: wind、东吴证券研究所

图5: 高端酒批价走势 (元/瓶)



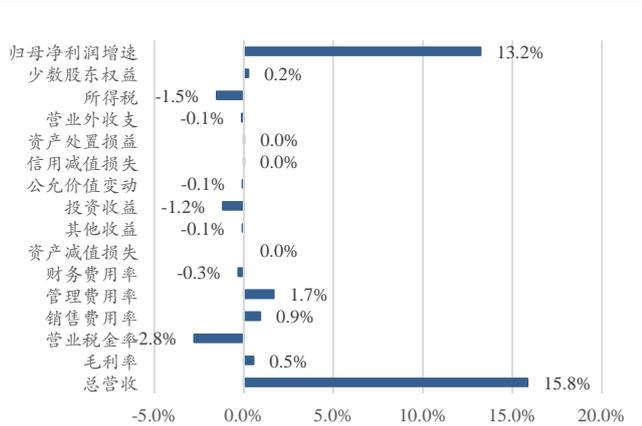
数据来源: wind、东吴证券研究所

图6: 高端酒库存变化



数据来源: wind、东吴证券研究所

图7: 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8: 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
<b>流动资产</b>	<b>45,358</b>	<b>50,407</b>	<b>54,946</b>	<b>62,673</b>	<b>营业总收入</b>	<b>30,233</b>	<b>32,659</b>	<b>36,006</b>	<b>41,458</b>
货币资金及交易性金融资产	27,379	29,599	35,135	36,779	营业成本(含金融类)	3,537	3,800	4,383	5,048
经营性应收款项	6,158	5,659	5,354	5,235	税金及附加	4,133	4,540	4,993	5,726
存货	11,622	14,892	14,167	20,301	销售费用	3,974	4,364	4,783	5,289
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,139	1,066	991	1,067
其他流动资产	199	256	290	358	研发费用	226	244	269	310
<b>非流动资产</b>	<b>17,936</b>	<b>19,994</b>	<b>22,409</b>	<b>24,081</b>	财务费用	(371)	(218)	(435)	(626)
长期股权投资	2,708	2,438	2,504	2,552	加:其他收益	54	33	46	51
固定资产及使用权资产	8,636	10,476	12,176	13,520	投资净收益	85	65	68	75
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	23	18	37
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>17,842</b>	<b>19,001</b>	<b>21,174</b>	<b>24,829</b>
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)
<b>资产总计</b>	<b>63,294</b>	<b>70,400</b>	<b>77,356</b>	<b>86,754</b>	<b>利润总额</b>	<b>17,806</b>	<b>18,988</b>	<b>21,161</b>	<b>24,809</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,071</b>	<b>12,054</b>	<b>12,934</b>	<b>15,047</b>	减:所得税	4,517	4,747	5,306	6,239
短期借款及一年内到期的非流动负债	79	82	81	81	<b>净利润</b>	<b>13,289</b>	<b>14,241</b>	<b>15,854</b>	<b>18,570</b>
经营性应付款项	2,357	2,688	2,641	3,585	减:少数股东损益	42	45	57	61
合同负债	2,673	2,850	3,288	3,786	<b>归属母公司净利润</b>	<b>13,246</b>	<b>14,196</b>	<b>15,798</b>	<b>18,508</b>
其他流动负债	4,962	6,434	6,924	7,595	每股收益-最新股本摊薄(元)	9.00	9.64	10.73	12.57
非流动负债	11,692	11,093	10,793	10,613	EBIT	17,278	18,662	20,613	24,045
长期借款	10,000	10,000	10,000	10,000	EBITDA	17,956	19,519	21,591	25,104
应付债券	1,499	899	600	420	毛利率(%)	88.30	88.37	87.83	87.82
租赁负债	22	22	22	22	归母净利率(%)	43.81	43.47	43.88	44.64
其他非流动负债	171	171	171	171	收入增长率(%)	20.34	8.02	10.25	15.14
<b>负债合计</b>	<b>21,763</b>	<b>23,147</b>	<b>23,727</b>	<b>25,660</b>	归母净利润增长率(%)	27.79	7.17	11.28	17.16
归属母公司股东权益	41,391	47,068	53,387	60,790					
少数股东权益	140	186	242	304					
<b>所有者权益合计</b>	<b>41,532</b>	<b>47,254</b>	<b>53,629</b>	<b>61,094</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>63,294</b>	<b>70,400</b>	<b>77,356</b>	<b>86,754</b>					

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	14,503	19,169	16,144	每股净资产(元)	28.12	31.98	36.27	41.30
投资活动现金流	(1,268)	(2,982)	(3,799)	(3,246)	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)	(9,676)	(10,318)	(11,811)	ROIC(%)	27.51	25.13	25.20	26.48
现金净增加额	8,164	1,845	5,052	1,086	ROE-摊薄(%)	32.00	30.16	29.59	30.45
折旧和摊销	677	857	978	1,059	资产负债率(%)	34.38	32.88	30.67	29.58
资本开支	(1,432)	(2,824)	(3,215)	(2,551)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.57	14.53	13.06	11.14
营运资本变动	(3,844)	(850)	1,859	(3,946)	P/B (现价)	4.98	4.38	3.86	3.39

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>