



泸州老窖 (000568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q3 业绩符合预期，经营扎实韧性强

业绩简评

2024年10月30日，公司披露24年三季报，期内实现营业收入243.0亿元，同比+10.8%；归母净利115.9亿元，同比+9.7%。其中，24Q3实现营业收入74.0亿元，同比+0.7%；归母净利35.7亿元，同比+2.6%。

经营分析

公司在良性基础上经营，Q3正增长符合市场预期，西南与华北市场根基扎实，相对完备的产品架构也赋予公司一定发展韧性。公司在发展过程中磨合渠道数字化营销改革，在渠道及消费者端持续推进扫码导向的互动营销，配合窖主节等系列活动增强品牌曝光度与认知度。

产品结构层面，表现Q3毛利率同比微降0.5pct至88.1%，或与五码产品扫码率提升、红包返利支出提升相关，单Q3结构预计平稳；考虑销售费用率同比-1.1pct、毛销差仍同比提升，预计也与数字化改革下费用精细化相关。此外，管理费用率同比-0.6pct，所得税负回归常态水平约25%，整体经营提效带动归母净利率+0.9pct至48.2%。

从兑现质量来看，24Q3末合同负债余额26.5亿元，环比+3.1亿元，考虑△合同负债+营收后狭义回款同比-8%；24Q3销售收现81.1亿元，同比-19.4%，渠道回款情绪偏弱、且23Q3较高基数。在景气承压时期公司稳住阵脚，保持国窖价盘相对跟随、目前高度批价约860元。此外，公司坚持巩固核心品牌品牌形象，景气复苏时经营弹性仍可期待，持续推荐。

盈利预测、估值与评级

考虑行业需求恢复节奏较弱，我们下调25-26年归母净利7%/7%，预计24-26年收入分别+9.5%/+8.2%/+10.8%；归母净利分别+10.0%/+9.3%/+12.2%，对应归母净利分别146/159/179亿元；EPS为9.90/10.82/12.14元，公司股票现价对应PE估值分别为13.8/12.6/11.3倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；全国化外拓不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：136.81元

相关报告：

- 《泸州老窖公司点评：税负扰动利润，挖掘市场拓展增量》，2024.8.31
- 《泸州老窖公司点评：业绩稳健增长，持续拼抢拓势能》，2024.4.27
- 《泸州老窖公司点评：Q3业绩超预期，质量占优潜力足》，2023.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,124	30,233	33,104	35,823	39,688
营业收入增长率	21.7%	20.3%	9.5%	8.2%	10.8%
归母净利润(百万元)	10,365	13,246	14,572	15,928	17,872
归母净利润增长率	30.3%	27.8%	10.0%	9.3%	12.2%
摊薄每股收益(元)	7.042	8.999	9.900	10.821	12.142
每股经营性现金流净额	5.61	7.23	13.62	11.09	12.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.30%	32.00%	30.86%	29.72%	29.42%
P/E	31.85	19.94	13.82	12.64	11.27
P/B	9.65	6.38	4.26	3.76	3.32

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	20,642	25,124	30,233	33,104	35,823	39,688
增长率		21.7%	20.3%	9.5%	8.2%	10.8%
主营业务成本	-2,952	-3,370	-3,537	-3,875	-4,239	-4,601
%销售收入	14.3%	13.4%	11.7%	11.7%	11.8%	11.6%
毛利	17,690	21,754	26,696	29,229	31,584	35,088
%销售收入	85.7%	86.6%	88.3%	88.3%	88.2%	88.4%
营业税金及附加	-2,865	-3,524	-4,133	-4,833	-5,194	-5,715
%销售收入	13.9%	14.0%	13.7%	14.6%	14.5%	14.4%
销售费用	-3,599	-3,449	-3,974	-4,138	-4,442	-4,842
%销售收入	17.4%	13.7%	13.1%	12.5%	12.4%	12.2%
管理费用	-1,056	-1,162	-1,139	-1,026	-1,075	-1,191
%销售收入	5.1%	4.6%	3.8%	3.1%	3.0%	3.0%
研发费用	-138	-206	-226	-232	-251	-278
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	10,032	13,413	17,223	19,000	20,622	23,062
%销售收入	48.6%	53.4%	57.0%	57.4%	57.6%	58.1%
财务费用	217	286	371	382	546	678
%销售收入	-1.1%	-1.1%	-1.2%	-1.2%	-1.5%	-1.7%
资产减值损失	81	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	6	-12	63	0	0	0
投资收益	202	105	85	100	120	144
%税前利润	1.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
营业利润	10,590	13,847	17,842	19,512	21,325	23,923
营业利润率	51.3%	55.1%	59.0%	58.9%	59.5%	60.3%
营业外收支	-39	8	-36	0	0	0
税前利润	10,551	13,855	17,806	19,512	21,325	23,923
利润率	51.1%	55.1%	58.9%	58.9%	59.5%	60.3%
所得税	-2,614	-3,444	-4,517	-4,898	-5,352	-6,005
所得税率	24.8%	24.9%	25.4%	25.1%	25.1%	25.1%
净利润	7,937	10,411	13,289	14,615	15,972	17,918
少数股东损益	-18	45	42	42	44	47
归属于母公司的净利润	7,956	10,365	13,246	14,572	15,928	17,872
净利率	38.5%	41.3%	43.8%	44.0%	44.5%	45.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,937	10,411	13,289	14,615	15,972	17,918
少数股东损益	-18	45	42	42	44	47
非现金支出	484	645	677	650	701	749
非经营收益	-338	34	528	46	119	64
营运资金变动	-384	-2,827	-3,844	4,740	-463	-271
经营活动现金净流	7,699	8,263	10,648	20,051	16,329	18,461
资本开支	-1,976	-969	-1,432	-1,759	-1,300	-1,336
投资	-741	-952	107	0	0	0
其他	38	47	57	100	120	144
投资活动现金净流	-2,678	-1,874	-1,268	-1,659	-1,180	-1,192
股权募资	8	670	10	0	0	0
债权募资	0	2,200	5,325	1,921	0	0
其他	-3,191	-4,949	-6,554	-9,087	-9,925	-11,092
筹资活动现金净流	-3,183	-2,078	-1,218	-7,166	-9,925	-11,092
现金净流量	1,834	4,326	8,164	11,225	5,223	6,177

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,513	17,758	25,952	37,176	42,399	48,575
应收款项	4,788	4,613	5,978	6,004	6,354	6,960
存货	7,278	9,841	11,622	10,615	11,963	13,235
其他流动资产	996	1,341	1,806	1,711	1,726	1,740
流动资产	26,575	33,552	45,358	55,507	62,441	70,510
%总资产	61.5%	65.3%	71.7%	74.3%	75.8%	77.3%
长期投资	2,990	3,843	3,149	3,149	3,149	3,149
固定资产	9,349	9,665	10,332	10,826	11,169	11,465
%总资产	21.6%	18.8%	16.3%	14.5%	13.6%	12.6%
无形资产	2,608	3,084	3,399	3,477	3,555	3,632
非流动资产	16,636	17,834	17,936	19,181	19,942	20,723
%总资产	38.5%	34.7%	28.3%	25.7%	24.2%	22.7%
资产总计	43,212	51,385	63,294	74,687	82,383	91,233
短期借款	86	82	79	0	0	0
应付款项	3,073	3,514	3,508	3,872	4,220	4,586
其他流动负债	7,788	7,056	6,484	9,784	10,685	11,940
流动负债	10,947	10,652	10,071	13,656	14,905	16,527
长期贷款	0	3,180	10,000	12,000	12,000	12,000
其他长期负债	4,128	3,225	1,692	1,628	1,659	1,692
负债	15,075	17,057	21,763	27,284	28,564	30,219
普通股股东权益	28,040	34,208	41,391	47,220	53,591	60,740
其中：股本	1,465	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
未分配利润	21,188	26,772	33,816	39,645	46,016	53,164
少数股东权益	97	121	140	183	227	274
负债股东权益合计	43,212	51,385	63,294	74,687	82,383	91,233

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	5.431	7.042	8.999	9.900	10.821	12.142
每股净资产	19.143	23.241	28.119	32.080	36.408	41.265
每股经营现金净流	5.256	5.614	7.234	13.621	11.093	12.542
每股股利	3.244	4.225	5.400	5.940	6.492	7.285
回报率						
净资产收益率	28.37%	30.30%	32.00%	30.86%	29.72%	29.42%
总资产收益率	18.41%	20.17%	20.93%	19.51%	19.33%	19.59%
投入资本收益率	23.38%	24.73%	24.14%	23.34%	22.91%	23.14%
增长率						
主营业务收入增长率	23.96%	21.71%	20.34%	9.49%	8.21%	10.79%
EBIT增长率	32.26%	33.70%	28.41%	10.32%	8.54%	11.83%
净利润增长率	32.47%	30.29%	27.79%	10.01%	9.30%	12.21%
总资产增长率	23.43%	18.92%	23.18%	18.00%	10.30%	10.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	740.1	927.2	1,107.4	1,000.0	1,030.0	1,050.0
应付账款周转天数	310.6	256.3	240.9	260.0	260.0	260.0
固定资产周转天数	143.0	128.7	104.0	97.1	90.2	81.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.05%	-36.63%	-38.05%	-52.96%	-56.35%	-59.83%
EBIT利息保障倍数	-46.3	-46.8	-46.4	-49.7	-37.7	-34.0
资产负债率	34.89%	33.19%	34.38%	36.53%	34.67%	33.12%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	12	70	78	146
增持	0	0	6	6	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.10	1.09	1.02

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-28	买入	242.19	304.34~304.34
2	2023-04-28	买入	225.54	N/A
3	2023-08-29	买入	228.29	N/A
4	2023-10-30	买入	208.96	N/A
5	2024-04-27	买入	186.42	N/A
6	2024-08-31	买入	119.28	N/A

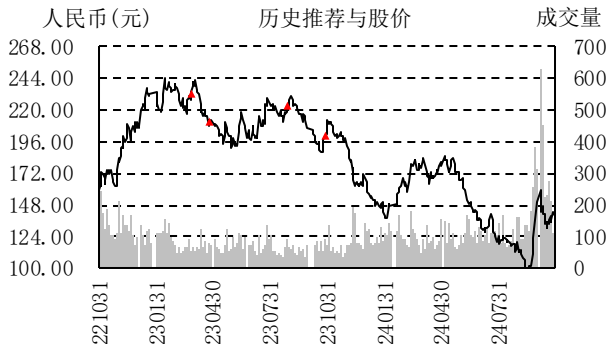
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究