

Q3 降速舒压，坚持长期主义

2024 年 10 月 31 日

► **事件：**公司于 10 月 30 日发布 2024 年三季度报，24 年 Q1-3 公司累计实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 243.04/115.93/115.64 亿元，同比+10.76%/+9.72%/+10.24%。其中单 24Q3 实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 73.99/35.66/35.70 亿元，同比+0.67%/+2.58%/+3.52%。截至 24Q3 期末合同负债 26.54 亿元，较 23 年末减少 0.19 亿元，单 Q3 期内环比减少 0.62 亿元。用“单季度营收+Δ 合同负债”核算真实营收，以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动，24Q3 真实营收 242.85 亿元，同比+8.72%，快于同期营收增速，反映出经销商打款意愿强，对品牌认可度高。

► **坚持“双品牌、三品系、大单品”的品牌策略，数字化转型推动生产、营销、管理多环节效率提升。** **产品方面：**高度国窖西南核心区域保持高占有；低度国窖顺应年轻群体低度化饮酒趋势，在华北、环太湖等低度市场发展势头良好，具备较大弹性；腰部产品 60 版特曲通过前期团购渠道运作培育了良好的消费者基础，年内已在川渝、河北等老窖核心市场线下全渠道导入，导入初期渠道利润充足，有望成为新增长极；老字号特曲在近两年调整到位后也进入规模增量阶段，长期趋势向好；窖龄系列整体表现平稳。整体看年内库存有效消化，渠道恢复良性。**渠道方面：**公司对终端网点扩维加密，并通过“五码合一”的营销体系数字化改革，一方面精准锁定消费者画像，增强消费者互动，另一方面实时掌握开瓶动销数据以精准投放费用，动态调节渠道利润分配，增强渠道掌控力和管理效率。

► **数字化营销改革提升费效，税金压制净利率水平。** **毛利率方面：**24Q1-3/24Q3 分别为 88.43%/88.12%，同比-0.01/-0.52pcts，毛利率下行或系产品结构下移所致；**费用率方面：**24Q1-3/24Q3 销售费用率 10.29%/11.76%，同比-0.68/-1.07pcts，公司一方面加强内部管理，同时数字化营销体系提高了费用的精准度，费效比提升显著。24Q1-3/24Q3 管理费用率 3.15%/3.54%，同比-0.69/-0.58pcts。管理费用率下行趋势延续。24Q1-3/24Q3 税金及附加/营收同比+0.86pcts/保持不变，费用率整体保持平稳，税金占比提升对利润率水平有所压制；**归母净利率：**24Q1-3/24Q3 分别为 47.70%/48.19%，同比-0.45/+0.90pcts；**现金流方面：**24Q3 销售收现 81.07 亿元，同比-19.42%，24Q3 经营性现金流量净额 42.40 亿元，同比+24.52%。

► **投资建议：行业收缩期，公司坚持长期主义的良性发展，**预计公司 24-26 年分别实现营业收入 329/349/369 亿元，同比+8.8%/+6.0%/+5.8%，归母净利润 143/152/161 亿元，同比+8.2%/+5.8%/+5.8%，当前股价对应 PE 分别为 14/13/12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**税收等产业政策调整的不确定性风险；千元价格带竞争加剧；供需不均衡导致的批发价格波动风险；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	30,233	32,906	34,871	36,906
增长率 (%)	20.3	8.8	6.0	5.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,246	14,339	15,176	16,051
增长率 (%)	27.8	8.2	5.8	5.8
每股收益 (元)	9.00	9.74	10.31	10.90
PE	15	14	13	12
PB	4.8	4.2	3.7	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

135.51 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

1. 泸州老窖 (000585.SZ) 2024 年中报点评：广宣税金拖累净利率水平 阶段调整坚持长期主义-2024/08/31
2. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩稳健高增，产品升级延续-2024/04/28
3. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年三季度报点评：业绩高质量增长，经营发展动力充足-2023/10/31
4. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年中报点评：业绩增长强劲，盈利再创新高-2023/08/29
5. 泸州老窖 (000568.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：产品结构持续升级，盈利再创新高-2023/05/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30,233	32,906	34,871	36,906
营业成本	3,537	3,945	4,150	4,341
营业税金及附加	4,133	4,508	4,952	5,241
销售费用	3,974	4,423	4,812	5,093
管理费用	1,139	1,185	1,203	1,329
研发费用	226	246	279	295
EBIT	17,278	18,700	19,580	20,646
财务费用	-371	-397	-629	-838
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	85	165	174	74
营业利润	17,842	19,310	20,436	21,612
营业外收支	-36	-36	-36	-36
利润总额	17,806	19,275	20,400	21,576
所得税	4,517	4,890	5,175	5,474
净利润	13,289	14,385	15,224	16,103
归属于母公司净利润	13,246	14,339	15,176	16,051
EBITDA	17,956	19,396	20,309	21,395

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	25,952	34,037	40,189	46,748
应收账款及票据	17	20	21	22
预付款项	202	226	237	248
存货	11,622	12,962	13,637	14,263
其他流动资产	7,565	8,302	8,689	9,090
流动资产合计	45,358	55,546	62,773	70,372
长期股权投资	2,708	2,708	2,708	2,708
固定资产	8,613	9,186	9,568	9,823
无形资产	3,398	3,398	3,398	3,398
非流动资产合计	17,936	17,567	17,567	17,567
资产合计	63,294	73,113	80,340	87,939
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,357	2,629	2,766	2,893
其他流动负债	7,714	11,084	11,554	12,030
流动负债合计	10,071	13,713	14,320	14,923
长期借款	10,000	9,780	9,780	9,780
其他长期负债	1,692	1,664	1,664	1,664
非流动负债合计	11,692	11,444	11,444	11,444
负债合计	21,763	25,158	25,764	26,367
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
少数股东权益	140	186	234	286
股东权益合计	41,532	47,955	54,575	61,571
负债和股东权益合计	63,294	73,113	80,340	87,939

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.34	8.84	5.97	5.84
EBIT 增长率	28.48	8.23	4.71	5.44
净利润增长率	27.79	8.25	5.84	5.77
盈利能力 (%)				
毛利率	88.30	88.01	88.10	88.24
净利润率	43.81	43.57	43.52	43.49
总资产收益率 ROA	20.93	19.61	18.89	18.25
净资产收益率 ROE	32.00	30.02	27.93	26.19
偿债能力				
流动比率	4.50	4.05	4.38	4.72
速动比率	2.72	2.62	2.94	3.26
现金比率	2.58	2.48	2.81	3.13
资产负债率 (%)	34.38	34.41	32.07	29.98
经营效率				
应收账款周转天数	0.14	0.21	0.21	0.21
存货周转天数	1092.21	1121.72	1153.59	1156.88
总资产周转率	0.53	0.48	0.45	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	9.00	9.74	10.31	10.90
每股净资产	28.12	32.45	36.92	41.64
每股经营现金流	7.23	10.17	10.75	11.45
每股股利	5.40	5.85	6.19	6.54
估值分析				
PE	15	14	13	12
PB	4.8	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	10.12	9.37	8.95	8.49
股息收益率 (%)	3.99	4.31	4.57	4.83

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	13,289	14,385	15,224	16,103
折旧和摊销	677	697	729	750
营运资金变动	-3,844	-779	-467	-436
经营活动现金流	10,648	14,975	15,823	16,851
资本开支	-1,432	-674	-703	-721
投资	107	-348	0	0
投资活动现金流	-1,268	-906	-529	-648
股权募资	10	0	0	0
债务募资	5,325	2,470	0	0
筹资活动现金流	-1,218	-5,983	-9,142	-9,644
现金净流量	8,164	8,085	6,152	6,559

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026