

公司研究

Q3 继续释压，优先良性发展

——泸州老窖（000568.SZ）2024 年三季报点评

要点

事件：泸州老窖发布 2024 年三季报，公司 24 年前三季度实现总营收 243.04 亿元，同比增加 10.76%，归母净利润 115.93 亿元，同比增加 9.72%，扣非归母净利润 115.64 亿元，同比增加 10.24%。Q3 单季总营收 73.99 亿元，同比增加 0.67%，归母净利润 35.66 亿元，同比增加 2.58%，Q3 收入及业绩表现略低于我们此前预期。

24Q3 收入端同比基本持平，国窖品牌韧性较好。三季度需求环境较为疲软，白酒行业整体景气度相对较弱，公司出于良性发展的考虑，主动调整节奏，Q3 收入端同比基本持平、相较二季度有所放缓。同时公司延续以往的销售策略，持续进行渠道深耕、消费者培育等。从产品角度，公司重点发力国窖系列，估计国窖 1573 系列三季度表现较为稳健、收入同比或仍有小幅增长，需求承压下国窖凭借品牌优势、依旧展现出较强韧性。泸州老窖系列三季度收入同比或有一定承压，一方面外部环境波动对消费需求存在影响，叠加此前中档酒发货进度偏快、公司三季度主动调整。从区域角度，仍以核心的西南、华北、华东大区为主，基地市场收入贡献维持较高水平。

24Q3 净利率同比有所提升，渠道减压下现金回款同比下滑。1) 24Q3 公司销售毛利率 88.12%、同比小幅下降 0.53pct，估计或与扫码红包等费用兑现增加有关，虽然国窖 1573 表现较优推动结构升级，但相关费用核算对毛利率存在一定影响。24Q3 税金及附加项占营收比重 9.39%、同比基本持平，销售费用率 11.76%、同比下降 1.07pct，毛销差同比提升 0.54pct。24Q3 管理及研发费用率 4.45%、同比-0.56pct，综合看 24Q3 归母净利率 48.19%、同比提升 0.9pct。2) 24Q3 销售现金回款 81.07 亿元、同比下滑 19.41%，公司重视渠道健康度、主动为下游减压，截至三季度末合同负债 26.54 亿元、相较 Q2 末增加 3.12 亿元。24Q3 经营活动现金流净额 42.4 亿元、同比增加 24.5%，主要系购买商品接受劳务支付的现金下降。

盈利预测、估值与评级：公司在行业承压阶段以良性发展为先，持续进行市场深耕，国窖系列品牌力支撑下仍有较好韧性、继续抢占市场份额，60 版特曲、老字号特曲等亦有望在环境回暖后发力。考虑需求恢复或仍需时间，公司主动调整，报表端增速或适度放缓，下调 2024-26 年归母净利润预测为 145.2/162.8/183.8 亿元（较前次预测下调 3.9%/5.9%/6.6%），折合 EPS 为 9.86/11.06/12.49 元，当前股价对应 P/E 为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒竞争加剧，费用投放效果不及预期，国窖产品需求乏力。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25,124	30,233	33,332	37,073	41,603
营业收入增长率	21.71%	20.34%	10.25%	11.22%	12.22%
净利润（百万元）	10,365	13,246	14,517	16,277	18,385
净利润增长率	30.29%	27.79%	9.59%	12.13%	12.95%
EPS（元）	7.04	9.00	9.86	11.06	12.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	30.30%	32.00%	30.27%	28.58%	27.37%
P/E	19	15	14	12	11
P/B	5.9	4.9	4.2	3.5	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-30

买入（维持）

当前价：136.81 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.72
总市值(亿元):	2013.80
一年最低/最高(元):	98.92/219.19
近 3 月换手率:	63.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.41	-3.46	-42.18
绝对	-8.61	9.54	-33.31

资料来源：Wind

相关研报

Q2 节奏放缓，税负扰动利润——泸州老窖（000568.SZ）2024 年中报点评（2024-09-02）
成长势能延续，盈利能力提升——泸州老窖（000568.SZ）2023 年年报与 2024 年一季报点评（2024-04-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,124	30,233	33,332	37,073	41,603
营业成本	3,370	3,537	3,785	4,109	4,494
折旧和摊销	628	667	694	777	826
税金及附加	3,524	4,133	4,556	5,042	5,658
销售费用	3,449	3,974	4,166	4,616	5,159
管理费用	1,162	1,139	1,133	1,260	1,415
研发费用	206	226	167	185	208
财务费用	-286	-371	300	305	315
投资收益	105	85	100	100	100
营业利润	13,847	17,842	19,412	21,759	24,570
利润总额	13,855	17,806	19,412	21,759	24,570
所得税	3,444	4,517	4,853	5,440	6,142
净利润	10,411	13,289	14,559	16,319	18,427
少数股东损益	45	42	42	42	42
归属母公司净利润	10,365	13,246	14,517	16,277	18,385
EPS(元)	7.04	9.00	9.86	11.06	12.49

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,263	10,648	25,874	18,760	20,602
净利润	10,365	13,246	14,517	16,277	18,385
折旧摊销	628	667	694	777	826
净营运资金增加	5,344	6,903	-8,090	782	1,582
其他	-8,075	-10,168	18,754	924	-191
投资活动产生现金流	-1,874	-1,268	-2,245	-2,225	-2,200
净资本支出	-969	-1,432	-3,000	-2,300	-2,300
长期投资变化	2,668	2,708	0	0	0
其他资产变化	-3,572	-2,544	755	75	100
融资活动现金流	-2,078	-1,218	-8,228	-7,584	-8,475
股本变化	7	0	0	0	0
债务净变化	2,181	5,320	21	0	0
无息负债变化	-198	-614	2,575	1,761	1,526
净现金流	4,326	8,164	15,401	8,951	9,928

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	86.6%	88.3%	88.6%	88.9%	89.2%
EBITDA 率	56.0%	59.4%	60.9%	61.3%	61.5%
EBIT 率	53.5%	57.1%	58.8%	59.2%	59.5%
税前净利润率	55.1%	58.9%	58.2%	58.7%	59.1%
归母净利润率	41.3%	43.8%	43.6%	43.9%	44.2%
ROA	20.3%	21.0%	20.1%	19.6%	19.4%
ROE (摊薄)	30.3%	32.0%	30.3%	28.6%	27.4%
经营性 ROIC	30.6%	31.7%	42.6%	44.7%	46.6%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	33%	34%	34%	31%	29%
流动比率	3.15	4.50	4.12	4.26	4.49
速动比率	2.23	3.35	3.78	3.94	4.18
归母权益/有息债务	5.47	3.58	4.13	4.91	5.79
有形资产/有息债务	7.56	5.12	5.92	6.83	7.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	51,385	63,294	72,501	83,302	95,096
货币资金	17,758	25,952	41,353	50,304	60,232
交易性金融资产	1,073	1,427	750	750	750
应收账款	6	17	50	56	62
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	23	23	0	0	0
存货	9,841	11,622	4,353	4,643	4,989
其他流动资产	4,736	6,115	6,115	6,115	6,115
流动资产合计	33,552	45,358	52,872	62,122	72,440
其他权益工具	1,137	403	403	403	403
长期股权投资	2,668	2,708	2,708	2,708	2,708
固定资产	8,853	8,613	10,334	10,533	10,781
在建工程	809	1,718	1,772	2,494	3,325
无形资产	3,083	3,398	3,807	4,008	4,204
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	196	359	359	359	359
非流动资产合计	17,834	17,936	19,629	21,180	22,656
总负债	17,057	21,763	24,359	26,120	27,647
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,312	2,357	2,347	2,671	3,011
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	5,000	5,932	6,657
其他流动负债	334	347	347	347	347
流动负债合计	10,652	10,071	12,830	14,592	16,118
长期借款	3,180	10,000	10,000	10,000	10,000
应付债券	2,996	1,499	1,499	1,499	1,499
其他非流动负债	34	28	28	28	28
非流动负债合计	6,405	11,692	11,529	11,529	11,529
股东权益	34,329	41,532	48,142	57,182	67,449
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
公积金	6,272	6,657	6,657	6,657	6,657
未分配利润	26,772	33,816	40,383	49,381	59,606
归属母公司权益	34,208	41,391	47,959	56,957	67,182
少数股东权益	121	140	183	225	267

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	13.73%	13.15%	12.50%	12.45%	12.40%
管理费用率	4.63%	3.77%	3.40%	3.40%	3.40%
财务费用率	-1.14%	-1.23%	0.90%	0.82%	0.76%
研发费用率	0.82%	0.75%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	4.23	5.40	4.95	5.54	6.26
每股经营现金流	5.61	7.23	17.58	12.75	14.00
每股净资产	23.24	28.12	32.58	38.69	45.64
每股销售收入	17.07	20.54	22.64	25.19	28.26

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	19	15	14	12	11
PB	5.9	4.9	4.2	3.5	3.0
EV/EBITDA	14.3	11.2	9.3	8.0	6.8
股息率	3.1%	3.9%	3.6%	4.1%	4.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP