

泸州老窖 (000568.SZ)

第三季度主动调整经营节奏，盈利能力保持稳健

优于大市

核心观点

2024年第三季度公司收入同比+0.7%，净利润同比+2.6%。2024年前三季度实现营业总收入243.04亿元，同比+10.8%；实现归母净利润115.93亿元，同比+9.7%；其中第三季度实现营业总收入73.99亿元，同比+0.7%；实现归母净利润35.66亿元，同比+2.6%。

第三季度行业需求进一步走弱，公司收入端仍录得正增长。前三季度看，特曲60版/老泸特增速最快，国窖增速预计双位数，其中高度1573略快于低度；窖龄酒/头曲预计持平附近。第三季度看，特曲60版、国窖实现个位数增长，老字号特曲/窖龄/头曲同比下滑，中档价位以自然动销为主，减轻经销商渠道压力。2024Q3白酒行业需求进一步走弱，渠道库存压力较大；公司以促进终端动销为核心，为经销商纾压；四川、华北等优势区域国窖动销延续稳健表现。

盈利能力稳健，2024Q3净利率同比略增0.9pcts。2024Q3毛利率同比-0.52pcts，主因公司赠酒力度有所加大以促动销，费用冲减收入；2024Q3经营费用率稳中有降，税金及附加率同比持平，销售费用率同比-1.07pcts，管理费用率-0.58pcts，数字化工程赋能费用精准化投入，费效比持续提升。

收现及预收反应动销压力，公司主动调整经营节奏。2024Q3经营性现金流42.40亿元/同比+24.5%，销售收现81.07亿元/同比-19.4%，降幅较大系去年品牌公司转入体内提高收现基数。截至9月底合同负债26.54亿元/环比+3.12亿元（去年同期环比+10.28亿元）；高库存压力下，公司主动调降销售公司目标，减轻经销商回款压力。

盈利预测与投资建议：今年第二季度以来白酒行业需求压力逐步传导至渠道侧和品牌端，公司积极促进终端动销、改善经销商库存压力，主动调整目标和节奏，预计会在24Q4进一步释放渠道风险，蓄力春节销售势能。下调此前盈利预测，预计2024-2026年收入318.05/334.91/368.98亿元，同比+5.2%/+5.3%/+10.2%（前值为+15.4%/+13.8%/+12.4%）；预计归母净利润138.83/148.17/166.19亿元，同比+4.8%/+6.7%/+12.2%（前值为+13.1%/+14.6%/+14.1%）；当前股价对应2024/2025年14.5/13.6xP/E，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,124	30,233	31,805	33,491	36,898
(+/-%)	21.7%	20.3%	5.2%	5.3%	10.2%
净利润(百万元)	10365	13246	13883	14817	16619
(+/-%)	30.3%	27.8%	4.8%	6.7%	12.2%
每股收益(元)	7.04	9.00	9.43	10.07	11.29
EBIT Margin	53.4%	57.0%	57.4%	58.2%	59.0%
净资产收益率 (ROE)	30.3%	32.0%	29.6%	28.0%	28.3%
市盈率 (PE)	19.4	15.2	14.5	13.6	12.1
EV/EBITDA	15.6	12.5	11.5	10.8	9.7
市净率 (PB)	5.89	4.87	4.29	3.81	3.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟 联系人：张未艾
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	135.51元
总市值/流通市值	199466/198832百万元
52周最高价/最低价	229.30/98.92元
近3个月日均成交额	2061.15百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 上半年收入增速稳健，第二季度税金率波动影响净利润增速》——2024-08-31
- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 坚持长期主义，数字化工程驱动管理变革》——2024-07-02
- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 一季度收入增长21%，费用端持续精益优化》——2024-05-04
- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 区域下沉终端扩容拓增量，数字化转型成效显著》——2024-03-28
- 《泸州老窖 (000568.SZ) - 单三季度收入增长25%，管理禀赋优势凸显》——2023-10-31

2024年第三季度公司收入同比+0.7%，净利润同比+2.6%。2024年前三季度实现营业总收入243.04亿元，同比+10.8%；实现归母净利润115.93亿元，同比+9.7%；其中第三季度实现营业总收入73.99亿元，同比+0.7%；实现归母净利润35.66亿元，同比+2.6%。

第三季度行业需求进一步走弱，公司收入端仍录得正增长。前三季度看，特曲60版/老泸特增速最快，国窖增速预计双位数，其中高度1573略快于低度；窖龄酒/头曲预计持平附近。第三季度看，特曲60版、国窖实现个位数增长，老字号特曲/窖龄/头曲同比下滑，中档价位以自然动销为主，减轻经销商渠道压力。2024Q3白酒行业需求进一步走弱，渠道库存压力较大；公司以促进终端动销为核心，为经销商纾压；四川、华北等优势区域国窖动销延续稳健表现。

盈利能力稳健，2024Q3净利率同比略增0.9pcts。2024Q3毛利率同比-0.52pcts，主因公司赠酒力度有所加大以促动销，费用冲减收入；2024Q3经营费用率稳中有降，税金及附加率同比持平，销售费用率同比-1.07pcts，管理费用率-0.58pcts，数字化工程赋能费用精准化投入，费效比持续提升。

收现及预收反应动销压力，公司主动调整经营节奏。2024Q3经营性现金流42.40亿元/同比+24.5%，销售收现81.07亿元/同比-19.4%，降幅较大系去年品牌公司转入体内提高收现基数。截至9月底合同负债26.54亿元/环比+3.12亿元（去年同期环比+10.28亿元）；高库存压力下，公司主动调降销售公司目标，减轻经销商回款压力。

盈利预测与投资建议：今年第二季度以来白酒行业需求压力逐步传导至渠道侧和品牌端，公司积极促进终端动销、改善经销商库存压力，主动调整目标和节奏，预计会在24Q4进一步释放渠道风险，蓄力春节销售势能。下调此前盈利预测，预计2024-2026年收入318.05/334.91/368.98亿元，同比+5.2%/+5.3%/+10.2%（前值为+15.4%/+13.8%/+12.4%）；预计归母净利润138.83/148.17/166.19亿元，同比+4.8%/+6.7%/+12.2%（前值为+13.1%/+14.6%/+14.1%）；当前股价对应2024/2025年14.5/13.6xP/E，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



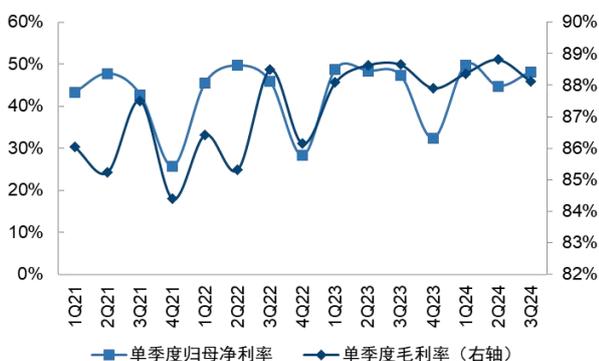
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



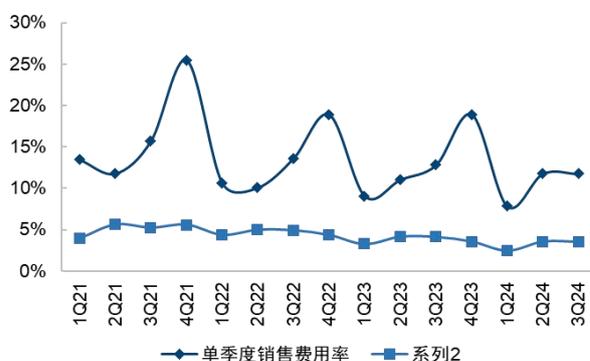
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 泸州老窖盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	30,233	34,877	39,704	31,805	33,491	-8.8%	-15.6%
收入同比增速%	20.3%	15.4%	13.8%	5.2%	5.3%	-10.16pcts	-8.54pcts
毛利率%	88.3%	87.9%	88.4%	88.7%	88.7%	0.82pcts	0.31pcts
销售费用率%	13.1%	13.1%	13.0%	13.0%	12.7%	-0.15pcts	-0.3pcts
管理费用率%	3.5%	3.8%	3.6%	3.8%	3.6%	0.03pcts	0pcts
归母净利润 (百万元)	13,246	14,988	17,173	13,883	14,817	-7.4%	-13.7%
归母净利润同比增速%	27.8%	13.1%	14.6%	4.8%	6.7%	-8.34pcts	-7.85pcts
净利率%	43.8%	43.0%	43.3%	43.7%	44.2%	0.68pcts	0.99pcts
EPS (元)	9.00	10.18	11.67	9.43	10.07	-7.4%	-13.7%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/10/30	2024/10/30	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,532	19,245	862.41	970.34	22.3	19.8		
000858.SZ	五粮液	优于大市	149	5,776	337.77	376.88	17.1	15.3		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	137	2,014	138.83	148.17	14.5	13.6		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	197	2,405	128.64	153.48	18.7	15.7		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	85	1,275	102.31	108.26	12.5	11.8		
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	52	168	3.70	4.31	45.4	38.9		

600702.SH	舍得酒业	中性	64	212	10.90	11.88	19.4	17.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	186	985	58.50	71.72	16.8	13.7
603589.SH	口子窖	优于大市	39	235	18.30	20.11	12.9	11.7
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	61	488	28.42	34.32	17.2	14.2
603369.SH	今世缘	优于大市	44	551	37.96	45.88	14.5	12.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除泸州老窖外公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17758	25952	32505	37780	42875	营业收入	25124	30233	31805	33491	36898
应收款项	29	40	42	45	49	营业成本	3370	3537	3579	3787	4084
存货净额	9841	11622	10674	11493	12633	营业税金及附加	3524	4133	4389	4588	5055
其他流动资产	4851	6317	6361	6698	7380	销售费用	3449	3974	4135	4253	4502
流动资产合计	33552	45358	51009	57443	64364	管理费用	1162	1139	1344	1342	1427
固定资产	9665	10332	10454	10461	10398	研发费用	206	226	238	167	184
无形资产及其他	3083	3398	3262	3126	2990	财务费用	(286)	(371)	(0)	(120)	(224)
投资性房地产	2418	1498	1498	1498	1498	投资收益	105	85	250	146	160
长期股权投资	2668	2708	2708	2708	2708	资产减值及公允价值变动	(12)	63	63	63	63
资产总计	51385	63294	68932	75237	81958	其他收入	(151)	(126)	(102)	(32)	(49)
短期借款及交易性金融负债	82	79	0	0	0	营业利润	13847	17842	18569	19819	22229
应付款项	2312	2357	2339	2436	2667	营业外净收支	8	(36)	0	0	0
其他流动负债	8259	7635	7794	8051	8699	利润总额	13855	17806	18569	19819	22229
流动负债合计	10652	10071	10133	10488	11365	所得税费用	3444	4517	4642	4955	5557
长期借款及应付债券	6176	11499	11499	11499	11499	少数股东损益	45	42	44	47	53
其他长期负债	229	193	193	193	193	归属于母公司净利润	10365	13246	13883	14817	16619
长期负债合计	6405	11692	11692	11692	11692	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	17057	21763	21825	22179	23057	净利润	10365	13246	13883	14817	16619
少数股东权益	121	140	163	186	213	资产减值准备	82	(2)	(0)	(0)	0
股东权益	34208	41391	46945	52871	58688	折旧摊销	628	667	1076	1192	1263
负债和股东权益总计	51385	63294	68932	75237	81958	公允价值变动损失	12	(63)	(63)	(63)	(63)
						财务费用	(286)	(371)	(0)	(120)	(224)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(2847)	(2953)	1043	(804)	(948)
每股收益	7.04	9.00	9.43	10.07	11.29	其它	(59)	23	22	24	27
每股红利	3.35	4.45	5.66	6.04	7.34	经营活动现金流	8183	10919	15962	15166	16897
每股净资产	23.24	28.12	31.89	35.92	39.87	资本开支	0	(1318)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	31.51%	30.74%	30%	34%	36%	其它投资现金流	(367)	(354)	0	0	0
ROE	30.30%	32.00%	30%	28%	28%	投资活动现金流	(408)	(1712)	(1000)	(1000)	(1000)
毛利率	87%	88%	89%	89%	89%	权益性融资	16	10	0	0	0
EBIT Margin	53%	57%	57%	58%	59%	负债净变化	3180	6821	0	0	0
EBITDA Margin	56%	59%	61%	62%	62%	支付股利、利息	(4929)	(6546)	(8330)	(8890)	(10802)
收入增长	22%	20%	5%	5%	10%	其它融资现金流	(48)	(1572)	(79)	0	0
净利润增长率	30%	28%	5%	7%	12%	融资活动现金流	(3531)	(1013)	(8409)	(8890)	(10802)
资产负债率	33%	35%	32%	30%	28%	现金净变动	4244	8194	6553	5275	5095
股息率	2.4%	3.3%	4.1%	4.4%	5.4%	货币资金的期初余额	13513	17758	25952	32505	37780
P/E	19.4	15.2	14.5	13.6	12.1	货币资金的期末余额	17758	25952	32505	37780	42875
P/B	5.9	4.9	4.3	3.8	3.4	企业自由现金流	0	9251	14811	14004	15650
EV/EBITDA	15.6	12.5	11.5	10.8	9.7	权益自由现金流	0	14500	14733	14095	15818

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032