

# 泸州老窖 (000568)

## 2024Q3 业绩点评：及时调整，承前启后

买入 (维持)

2024 年 10 月 31 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

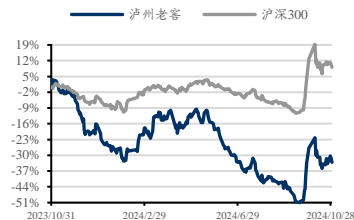
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@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	32247	35568	40962
同比 (%)	21.71	20.34	6.66	10.30	15.17
归母净利润 (百万元)	10365	13246	14145	15763	18461
同比 (%)	30.29	27.79	6.79	11.44	17.11
EPS-最新摊薄 (元/股)	7.04	9.00	9.61	10.71	12.54
P/E (现价&最新摊薄)	19.43	15.20	14.24	12.78	10.91

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年三季报。前三季度实现收入 243.0 亿元, 同增 10.8%; 归母净利 115.9 亿元, 同增 9.7%。单三季度实现收入 74.0 亿元, 同增 0.7%; 归母净利 35.7 亿元, 同增 2.6%。Q3 收入降速符合预期, 主因公司以动销去库为先, 降速保质以便更好兑现长期良性增长。
- **Q3 淡化回款要求, 主抓开瓶动销为先。** 24Q3 公司收入增速回落, 主因中秋旺季高端需求遇冷, 渠道拿货更趋谨慎。公司年中以来逐步淡化回款任务要求, 旺季主要要求做好开瓶动销, 旨在通过控货去库以巩固渠道、化解风险。①前三季度国窖收入同比预计回落至中低单, 在五码系统加强货物流向管控背景下, 国窖渠道库存水平保持 2~3 个月水平, 开瓶率稳中有升, 我们认为国窖收入增速基本反馈真实动销水平。其中, 华北、西南保持较快增速, 华东调整, 华中相对承压。②前三季度泸系中档酒收入同比预计回落至约 10%+, 西南区域特曲 60、华北区域老泸特销售反馈相对积极。
- **毛利率小幅回落, 费用端加强优化。** 1) **收现端:** Q3 季末公司合同负债 30.0 亿元, 同比回落 3.5 亿元, 环比增加 3.5 亿元; 单季收现比为 1.10, 同比改善主因渠道票据使用比例降低。2) **利润端:** Q3 公司净利率同增 0.8pct 至 48.1%, 主系费率改善贡献。①Q3 毛利率同比-0.5pct 至 88.1%, 主因国窖增速放缓拉低产品结构。②Q3 公司销售、管理费用 (含研发) 分别同比下降 7.8%、10.5%, 费率分别同比-1.1pct、-0.6pct。收入承压背景下, 公司优化渠道费用投放, 适度收缩品鉴等随量费用; 管理费率改善则是来自股权激励费用回落叠加员工薪酬优化。
- **产品多点培育, 降级升级皆有应对。** 沿“双品牌、三品系、大单品”主线, 公司多价格带产品呈现互补互促态势, 年内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。当前消费不振背景下, 公司产品真实开瓶成功经受压力考验, 产品结构弹性调节保障收入稳健兑现。
- **盈利预测与投资评级:** 公司立足健康可持续发展, 主动降速, 不掩后劲潜力。基于 2024H2 消费偏弱, 宏观转向起步阶段, 行业普遍降速优化库存, 我们略微调整中短期盈利预测, 预计 2024-26 年归母净利润至 141.5、157.6、184.6 亿元 (前值为 142.0、158.0、185.1 亿元), 当前市值对应 2024-26 年 PE 为 14、13、11X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济向好不确定性, 成本及费用支出超预期, 低档酒增长不及预期。

### 市场数据

收盘价(元)	136.81
一年最低/最高价	98.92/229.30
市净率(倍)	4.43
流通 A 股市值(百万元)	200,739.95
总市值(百万元)	201,379.74

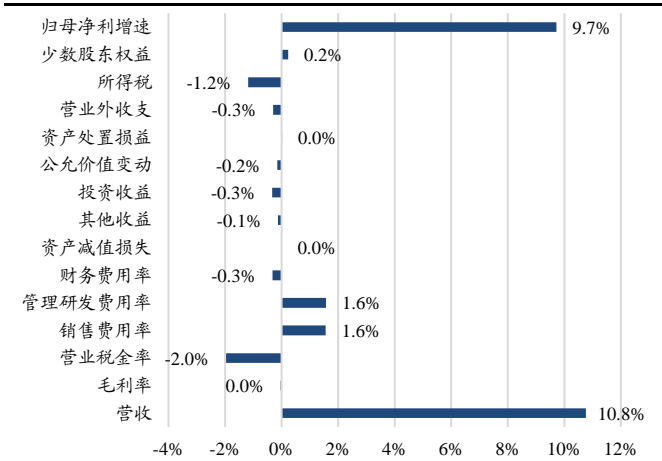
### 基础数据

每股净资产(元,LF)	30.86
资产负债率(% ,LF)	31.46
总股本(百万股)	1,471.97
流通 A 股(百万股)	1,467.29

### 相关研究

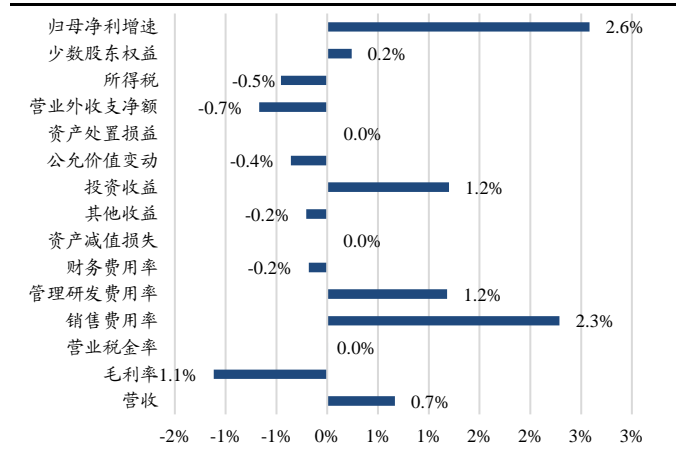
- 《泸州老窖(000568): 下半年及时释压, 蛇年预期显著改善》  
2024-10-23
- 《泸州老窖(000568): 2024 年中报业绩点评: 夯实基础, 防范风险》  
2024-09-02

图1: 24Q1~Q3 泸州老窖归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q3 泸州老窖归母净利同比增速贡献拆分



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>50,272</b>	<b>54,825</b>	<b>62,485</b>	<b>营业总收入</b>	<b>30,233</b>	<b>32,247</b>	<b>35,568</b>	<b>40,962</b>
货币资金及交易性金融资产	27,379	29,706	35,089	36,863	营业成本(含金融类)	3,537	3,775	4,356	5,016
经营性应收款项	6,158	5,589	5,291	5,174	税金及附加	4,133	4,482	4,932	5,658
存货	11,622	14,721	14,156	20,091	销售费用	3,974	4,104	4,484	4,957
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	255	290	357	研发费用	226	241	266	306
<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)	(439)	(624)
长期股权投资	2,708	2,438	2,504	2,552	加:其他收益	54	32	45	50
固定资产及使用权资产	8,636	10,476	12,176	13,520	投资净收益	85	64	68	74
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>18,933</b>	<b>21,128</b>	<b>24,766</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>70,265</b>	<b>77,234</b>	<b>86,566</b>	<b>利润总额</b>	<b>17,806</b>	<b>18,920</b>	<b>21,115</b>	<b>24,746</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,071</b>	<b>11,938</b>	<b>12,845</b>	<b>14,910</b>	减:所得税	4,517	4,730	5,295	6,223
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>14,190</b>	<b>15,820</b>	<b>18,522</b>
经营性应付款项	2,357	2,655	2,640	3,546	减:少数股东损益	42	45	56	61
合同负债	2,673	2,831	3,267	3,762	<b>归属母公司净利润</b>	<b>13,246</b>	<b>14,145</b>	<b>15,763</b>	<b>18,461</b>
其他流动负债	4,962	6,368	6,857	7,521	每股收益-最新股本摊薄(元)	9.00	9.61	10.71	12.54
非流动负债	11,692	11,093	10,793	10,613	EBIT	17,278	18,595	20,564	23,985
长期借款	10,000	10,000	10,000	10,000	EBITDA	17,956	19,453	21,542	25,044
应付债券	1,499	899	600	420	毛利率(%)	88.30	88.29	87.75	87.76
租赁负债	22	22	22	22	归母净利率(%)	43.81	43.86	44.32	45.07
其他非流动负债	171	171	171	171	收入增长率(%)	20.34	6.66	10.30	15.17
<b>负债合计</b>	<b>21,763</b>	<b>23,030</b>	<b>23,637</b>	<b>25,523</b>	归母净利润增长率(%)	27.79	6.79	11.44	17.11
归属母公司股东权益	41,391	47,049	53,355	60,739					
少数股东权益	140	185	242	303					
<b>所有者权益合计</b>	<b>41,532</b>	<b>47,235</b>	<b>53,597</b>	<b>61,043</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>63,294</b>	<b>70,265</b>	<b>77,234</b>	<b>86,566</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	14,579	18,996	16,248	每股净资产(元)	28.12	31.96	36.25	41.26
投资活动现金流	(1,268)	(2,983)	(3,800)	(3,248)	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)	(9,644)	(10,297)	(11,783)	ROIC(%)	27.51	25.04	25.15	26.43
现金净增加额	8,164	1,953	4,898	1,217	ROE-摊薄(%)	32.00	30.06	29.54	30.39
折旧和摊销	677	857	978	1,059	资产负债率(%)	34.38	32.78	30.60	29.48
资本开支	(1,432)	(2,824)	(3,215)	(2,552)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.20	14.24	12.78	10.91
营运资本变动	(3,844)	(724)	1,719	(3,796)	P/B (现价)	4.87	4.28	3.77	3.32

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>