

健康发展优先

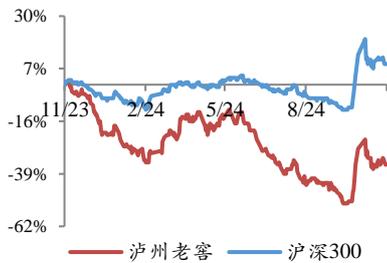
——泸州老窖 2024Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-02

收盘价（元）	136.53
近 12 个月最高/最低（元）	198.07/98.92
总股本（百万股）	1,472
流通股本（百万股）	1,467
流通股比例（%）	99.68
总市值（亿元）	2,010
流通市值（亿元）	2,003

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

- 公司发布 2024Q3 业绩：
- 24Q3: 营收 73.99 亿元(+0.67%), 归母净利润 35.66 亿元(+2.58%), 扣非归母净利润 35.70 亿元 (+3.52%)。
- 24Q1-3: 营收 243.04 亿元 (+10.76%), 归母净利润 115.93 亿元 (+9.72%), 扣非归母净利润 115.64 亿元 (+10.24%)。
- 24Q3 符合市场预期。

收入：腰部产品贡献主要增量

- 分产品看，我们预计国窖 1573 同比微增，主因双节需求平淡，低度表现优于高度，成熟区域（四川/华北）优于其他区域。系列酒中，特曲 60 聚焦川渝成熟区域，表现相对突出，预计增速快于公司整体水平。
- 报表质量看，24Q3 公司营收+ Δ 合同负债同比下降 7.96%，销售收现同比下降 19.42%，主因公司积极维护渠道健康，降低经销商回款硬性要求，以渠道库存去化+价格体系稳定优先。

利润：费效比优化

- 24Q3 公司毛利率同比下降 0.53pct 至 88.12%，整体稳定。同期销售/管理费率分别同比下降 1.07/0.58pct，公司持续降本增效，五码合一费效比持续提升。综上，24Q3 公司净利率同比提升 0.78pct 至 48.13%。

投资建议：维持“买入”

我们的观点：

短期看，渠道库存去化仍为公司当前工作重心，预计 24Q4 仍将延续报表减负趋势。中长期看，公司立足长远，不透支增长潜力，同时通过五码合一持续强化渠道管控能力，未来发展可期。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复较慢，我们略微下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营业总收入 327.98/353.80/393.52 亿元（原值 348.73/396.14/454.08 亿元），分别同比增长 8.5%/7.9%/11.2%；实现归母净利润 142.90/154.87/174.68 亿元（原值 152.97/176.37/203.90 亿元），分别同比增长 7.9%/8.4%/12.8%；当前股价对应 PE 分别为 14/13/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

行业景气度恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30233	32798	35380	39352
收入同比 (%)	20.3%	8.5%	7.9%	11.2%
归属母公司净利润	13246	14290	15487	17468
净利润同比 (%)	27.8%	7.9%	8.4%	12.8%
毛利率 (%)	88.3%	88.4%	88.6%	89.0%
ROE (%)	32.0%	29.9%	26.9%	25.6%
每股收益 (元)	9.02	9.71	10.52	11.87
P/E	19.89	14.06	12.98	11.50
P/B	6.38	4.21	3.49	2.95
EV/EBITDA	13.91	9.36	8.61	6.64

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 11 月 1 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	45358	52594	60552	73411	营业收入	30233	32798	35380	39352
现金	25952	31723	33231	56207	营业成本	3537	3795	4046	4328
应收账款	17	0	0	0	营业税金及附加	4133	4592	4953	5509
其他应收款	23	251	44	284	销售费用	3974	4592	5059	5509
预付账款	202	228	243	260	管理费用	1139	1181	1238	1299
存货	11622	11572	17647	6399	财务费用	-371	-519	-634	-665
其他流动资产	7542	8819	9387	10261	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	17936	18959	19890	20729	公允价值变动收益	63	0	0	0
长期投资	2708	2857	3006	3155	投资净收益	85	66	71	79
固定资产	8613	9487	10269	10958	营业利润	17842	19089	20645	23290
无形资产	3398	3398	3398	3398	营业外收入	36	36	6	9
其他非流动资产	3217	3217	3217	3217	营业外支出	72	72	1	8
资产总计	63294	71553	80442	94139	利润总额	17806	19054	20649	23291
流动负债	10071	11990	10992	14121	所得税	4517	4763	5162	5823
短期借款	0	0	0	0	净利润	13289	14290	15487	17468
应付账款	2357	3969	2774	4439	少数股东损益	42	0	0	0
其他流动负债	7714	8021	8217	9682	归属母公司净利润	13246	14290	15487	17468
非流动负债	11692	11692	11692	11692	EBITDA	17956	19312	20839	23539
长期借款	10000	10000	10000	10000	EPS (元)	9.02	9.71	10.52	11.87
其他非流动负债	1692	1692	1692	1692					
负债合计	21763	23682	22683	25813					
少数股东权益	140	140	140	140					
股本	1472	1472	1472	1472					
资本公积	5185	5184	5184	5184					
留存收益	34734	41075	50962	61530					
归属母公司股东权益	41391	47731	57618	68186					
负债和股东权益	63294	71553	80442	94139					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	10648	15523	8862	31628	成长能力				
净利润	13289	14290	15487	17468	营业收入	20.3%	8.5%	7.9%	11.2%
折旧摊销	677	807	900	992	营业利润	28.9%	7.0%	8.1%	12.8%
财务费用	324	0	0	0	归属于母公司净利	27.8%	7.9%	8.4%	12.8%
投资损失	-85	-66	-71	-79	获利能力				
营运资金变动	-3844	455	-7449	13247	毛利率 (%)	88.3%	88.4%	88.6%	89.0%
其他经营现金流	17421	13871	22931	4220	净利率 (%)	43.8%	43.6%	43.8%	44.4%
投资活动现金流	-1268	-1801	-1755	-1751	ROE (%)	32.0%	29.9%	26.9%	25.6%
资本支出	-1432	-1717	-1677	-1681	ROIC (%)	24.3%	23.3%	21.6%	21.2%
长期投资	107	-149	-149	-149	偿债能力				
其他投资现金流	57	66	71	79	资产负债率 (%)	34.4%	33.1%	28.2%	27.4%
筹资活动现金流	-1218	-7951	-5600	-6900	净负债比率 (%)	52.4%	49.5%	39.3%	37.8%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.50	4.39	5.51	5.20
长期借款	6821	0	0	0	速动比率	3.31	3.39	3.87	4.71
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	385	-2	0	0	总资产周转率	0.53	0.49	0.47	0.45
其他筹资现金流	-8425	-7949	-5600	-6900	应收账款周转率	2583.95	—	—	—
现金净增加额	8164	5771	1507	22976	应付账款周转率	1.52	1.20	1.20	1.20

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。