

泸州老窖(000568)

报告日期: 2024 年 11 月 03 日

## 控速挺价注重良性发展，销售回款承压

### ——泸州老窖 2024 年三季报点评

#### 投资要点

- **事件:** 公司 24Q1-3 营收 243.04 亿元，同比+10.76%，归母净利润 115.93 亿元，同比+9.72%。24Q3 营收 73.99 亿元，同比+0.67%，归母净利润 35.66 亿元，同比+2.58%。收入、利润符合预期。
- **我们认为:** 公司注重良性发展，数字化改革下开瓶率逐步提升。公司坚持聚焦“双品牌、三品系、大单品”战略，产品体系较为完备，调整期发展具备韧性，公司估值具备性价比，若叠加政策催化，增长弹性较高。
- **国窖 1573 及特曲 60 版表现较优**  
分产品看，我们认为 Q3 国窖整体增长较为稳健，低度国窖顺应白酒低度化的趋势及区域市场消费需求，成长空间较大；次高端和中端产品或有下滑，其中特曲 60 或表现较优。该单品过去主要依靠团购渠道培育口碑和拓展市场，目前正在川渝部分地区试点线下全渠道运营。在川渝外继续以团购模式为主，进一步提升品牌知名度和美誉度，不断拓展发展空间。
- **费用投放持续优化，销售回款承压**  
1) 24 前三季度 毛/净利率同比-0.01/-0.6pct 至 88.43%/47.76%，24 前三季度销售/管理（含研发）费用率同比-0.7/-0.7pct 至 10.29%/3.74%。24Q3 毛/净利率同比-0.5/+0.8pct 至 88.12%/48.13%，24Q3 销售/管理费用率同比-1.1/-0.6pct 至 11.76%/3.54%。数字化改革下，费用投放更加精准。  
2) 截至 24Q3 末合同负债 26.54 亿元，同比-3.1 亿/环比+3.1 亿；24Q3 销售收现 81.07 亿元（-19%），经营性净现金流 42.4 亿元（+25%）
- **公司坚持数字化营销改革，加强渠道管控实现精准投放**  
公司坚持高地战略、华东战略、挺进大西北战略等重点工程齐头并进，市场活力进一步激发。营销模式再度升级。消费者运营体系持续优化，利用新模型、新模式精准投放，覆盖全国所有片区与重点城市。市场运营再增流量。核心业务场景模板不断搭建，场景码互动工具全面推广，全链路数字化扫码营销深化运用，持续壮大消费者数据资产。
- **盈利预测与估值:** 考虑到 Q3 业绩增速下降，公司主动控速重视良性发展，我们下调预测 2024~2026 年收入增速至 4.87%/5.36%/6.72%；归母净利润增速分别为 5.88%/5.33%/6.99%，对应 EPS 为 9.53/10.04/10.74（前值 10.43/12.08/14.04 元），当前股价对应 PE 为 14/14/13 倍，维持买入评级。  
**催化剂:** 宏观政策发力；市场动销超预期。  
**风险提示:** 消费恢复不及预期；动销不及预期

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥  
执业证书号: S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

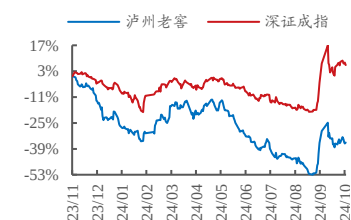
分析师: 张家楨  
执业证书号: S1230523080001  
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅  
执业证书号: S1230524100004  
manjingya@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |            |
|----------|------------|
| 收盘价      | ¥ 136.53   |
| 总市值(百万元) | 200,967.59 |
| 总股本(百万股) | 1,471.97   |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《24Q2 利润略低预期，税率影响盈利能力》2024.09.01
- 《Q1 业绩符合预期，预收款创一季度新高》2024.05.05
- 《23Q3 业绩超预期，现金流及预收彰显高质量》2023.11.09

#### 财务摘要

| (百万元)     | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 30233  | 31705 | 33405 | 35648 |
| (+/-) (%) | 20.34% | 4.87% | 5.36% | 6.72% |
| 归母净利润     | 13246  | 14025 | 14773 | 15806 |
| (+/-) (%) | 27.79% | 5.88% | 5.33% | 6.99% |
| 每股收益(元)   | 9.00   | 9.53  | 10.04 | 10.74 |
| P/E       | 15.17  | 14.33 | 13.60 | 12.71 |

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 45358 | 51681 | 54279 | 56406 |
| 现金             | 25952 | 35472 | 37891 | 39645 |
| 交易性金融资产        | 1427  | 1427  | 1427  | 1427  |
| 应收账款           | 17    | 27    | 51    | 90    |
| 其它应收款          | 23    | 32    | 30    | 32    |
| 预付账款           | 202   | 163   | 146   | 159   |
| 存货             | 11622 | 9319  | 9370  | 9480  |
| 其他             | 6115  | 5240  | 5364  | 5573  |
| <b>非流动资产</b>   | 17936 | 18569 | 18582 | 18250 |
| 金融资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 2708  | 2667  | 2681  | 2686  |
| 固定资产           | 8613  | 8966  | 8995  | 8804  |
| 无形资产           | 3398  | 3570  | 3838  | 4063  |
| 在建工程           | 1718  | 1375  | 1100  | 880   |
| 其他             | 1498  | 1991  | 1969  | 1818  |
| <b>资产总计</b>    | 63294 | 70249 | 72861 | 74655 |
| <b>流动负债</b>    | 10071 | 10575 | 10362 | 10323 |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项           | 2357  | 2149  | 2059  | 2058  |
| 预收账款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 7714  | 8427  | 8302  | 8265  |
| <b>非流动负债</b>   | 11692 | 13015 | 12644 | 12450 |
| 长期借款           | 10000 | 10000 | 10000 | 10000 |
| 其他             | 1692  | 3015  | 2644  | 2450  |
| <b>负债合计</b>    | 21763 | 23590 | 23006 | 22774 |
| 少数股东权益         | 140   | 193   | 245   | 302   |
| 归属母公司股东权       | 41391 | 46466 | 49610 | 51580 |
| <b>负债和股东权益</b> | 63294 | 70249 | 72861 | 74655 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2023   | 2024E  | 2025E   | 2026E   |
|----------------|--------|--------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 10648  | 17692  | 14969   | 16180   |
| 净利润            | 13289  | 14078  | 14825   | 15864   |
| 折旧摊销           | 668    | 643    | 692     | 724     |
| 财务费用           | (371)  | (148)  | (114)   | (50)    |
| 投资损失           | (85)   | (85)   | (85)    | (85)    |
| 营运资金变动         | (2075) | 1431   | (321)   | (269)   |
| 其它             | (777)  | 1772   | (28)    | (4)     |
| <b>投资活动现金流</b> | (1268) | (687)  | (651)   | (455)   |
| 资本支出           | (667)  | (577)  | (367)   | (234)   |
| 长期投资           | (39)   | 53     | (22)    | (3)     |
| 其他             | (562)  | (163)  | (262)   | (218)   |
| <b>筹资活动现金流</b> | (1218) | (7484) | (11899) | (13971) |
| 短期借款           | 0      | 0      | 0       | 0       |
| 长期借款           | 6821   | 0      | 0       | 0       |
| 其他             | (8039) | (7484) | (11899) | (13971) |
| <b>现金净增加额</b>  | 8162   | 9520   | 2419    | 1754    |

### 利润表

| (百万元)           | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 30233 | 31705 | 33405 | 35648 |
| 营业成本            | 3537  | 3224  | 3090  | 3088  |
| 营业税金及附加         | 4133  | 4394  | 4627  | 4917  |
| 营业费用            | 3974  | 4185  | 4610  | 4813  |
| 管理费用            | 1139  | 1205  | 1336  | 1604  |
| 研发费用            | 226   | 237   | 250   | 266   |
| 财务费用            | (371) | (148) | (114) | (50)  |
| 资产减值损失          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损益        | 63    | 19    | 23    | 35    |
| 投资净收益           | 85    | 85    | 85    | 85    |
| 其他经营收益          | 99    | 92    | 91    | 94    |
| <b>营业利润</b>     | 17842 | 18804 | 19804 | 21223 |
| 营业外收支           | (36)  | (17)  | (12)  | (22)  |
| <b>利润总额</b>     | 17806 | 18787 | 19792 | 21202 |
| 所得税             | 4517  | 4709  | 4967  | 5338  |
| <b>净利润</b>      | 13289 | 14078 | 14825 | 15864 |
| 少数股东损益          | 42    | 53    | 51    | 57    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 13246 | 14025 | 14773 | 15806 |
| EBITDA          | 18684 | 19682 | 20670 | 22075 |
| EPS（最新摊薄）       | 9.00  | 9.53  | 10.04 | 10.74 |

### 主要财务比率

|                | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |
| 营业收入           | 20.34%  | 4.87%   | 5.36%   | 6.72%   |
| 营业利润           | 28.85%  | 5.39%   | 5.32%   | 7.16%   |
| 归属母公司净利润       | 27.79%  | 5.88%   | 5.33%   | 6.99%   |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |
| 毛利率            | 88.30%  | 89.83%  | 90.75%  | 91.34%  |
| 净利率            | 43.95%  | 44.40%  | 44.38%  | 44.50%  |
| ROE            | 34.92%  | 31.81%  | 30.61%  | 31.07%  |
| ROIC           | 26.11%  | 25.22%  | 25.06%  | 25.90%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 34.38%  | 33.58%  | 31.58%  | 30.50%  |
| 净负债比率          | 46.31%  | 42.74%  | 43.82%  | 44.27%  |
| 流动比率           | 4.50    | 4.89    | 5.24    | 5.46    |
| 速动比率           | 3.35    | 4.01    | 4.33    | 4.55    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |
| 总资产周转率         | 0.53    | 0.47    | 0.47    | 0.48    |
| 应收账款周转率        | 2583.95 | 2497.66 | 4104.43 | 3423.10 |
| 应付账款周转率        | 1.52    | 1.43    | 1.47    | 1.50    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益           | 9.00    | 9.53    | 10.04   | 10.74   |
| 每股经营现金         | 7.23    | 12.02   | 10.17   | 10.99   |
| 每股净资产          | 28.12   | 31.57   | 33.70   | 35.04   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |
| P/E            | 15.17   | 14.33   | 13.60   | 12.71   |
| P/B            | 4.86    | 4.33    | 4.05    | 3.90    |
| EV/EBITDA      | 5.88    | 8.86    | 8.32    | 7.71    |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>