

品牌建设持续赋能 控费促开瓶为渠道减负

——泸州老窖2024年三季度报点评

公司点评

● 公司三季度营收增长压力增大，产品销售结构微调毛利率略降：

公司公布2024年三季度报，实现营收243.04亿元/+10.76%；归母净利润115.93亿元/+9.72%。2024Q3实现营收73.99亿元/+0.67%；归母净利润35.66亿元/+2.58%。公司毛利率88.43%，同比提高-0.01pct。两费方面，销售费用率10.29%，同升-0.68pct；管理费用率3.74%，同升-0.68pct。净利率47.76%，同升-0.55pct。高端白酒消费压力增大，公司腰部产品增速更优，产品结构微调，毛利率略有回落，但仍保持上升态势。

● 加强品牌塑造持续开发新品，发力消费者培育

公司“中国浓香700年”主题已开启；成功获评“中国浓香型白酒原产地”认证。公司围绕“双品牌、三品系、大单品”品牌策略，在创新品类上做了大量的研究和探索，目前已推出中式果酿酒、精酿啤酒等符合年轻消费群体需求的创新产品和跨界联名产品。目前头曲发展速度较快，市场基础扎实、牢靠；黑盖布局光瓶酒市场，处于培育阶段做透标杆市场后再进行全国性推广。60版特曲精耕川渝地区，成为川渝市场500元价位第一品牌。公司聚焦华北、环太湖核心市场，开展消费者圈层培育升级，打造新的增长极。

● 促开瓶为渠道减负，秉持“富商、护商、扶商”理念构建良性合作关系

市场压力严峻及时调整终端营销策略，公司以扫码开瓶为核心制定销售及考核政策，推动销售体系从以渠道推力的“左侧策略”向以消费者开瓶为拉力的“右侧策略”转变，提升销售服务质量和消费者满意度。销售重心向终端开瓶发力，为渠道减负缓解经销商经营压力。

● 盈利预测及投资建议

前三季度公司中价位产品销售符合现有市场需求，开瓶数和开瓶率持续提升，窜货率、终端盈利等指标均有改善，后续将围绕“市场高渗透、网点高覆盖、消费者高开瓶”开展工作，继续打造销量增长极。我们预计公司24/25/26年分别实现营收326/354/389亿元，同比增长7.8%/8.5%/10%，净利润分别142/155/170亿元，对应EPS为9.63/10.50/11.57元。当前股价对应PE分别14.7/13.5/12.2倍，公司当前PE14.7倍，维持公司“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**消费低迷，高端白酒竞争加剧，新品扩展不及预期，财税政策改革，食品安全风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,124	30,233	32,604	35,375	38,912
增长率(%)	21.7	20.3	7.8	8.5	10.0
净利润(百万元)	10,365	13,246	14,182	15,453	17,027
增长率(%)	30.3	27.8	7.1	9.0	10.2
毛利率(%)	86.6	88.3	88.3	88.3	88.3
净利率(%)	41.3	43.8	43.5	43.7	43.8
ROE(%)	30.3	32.0	29.8	27.6	26.0
EPS(摊薄/元)	7.04	9.00	9.63	10.50	11.57
P/E(倍)	20.1	15.7	14.7	13.5	12.2
P/B(倍)	6.1	5.0	4.4	3.7	3.2

强烈推荐（维持评级）

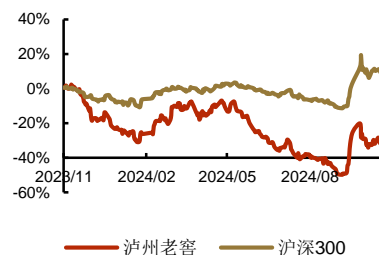
陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280515080002

市场数据	时间 2024/11/20
收盘价(元):	142.47
一年最低/最高(元):	98.92/188.99
总股本(亿股):	14.72
总市值(亿元):	2097.11
流通股本(亿股):	14.67
流通市值(亿元):	2090.45
近3月换手率:	73.45%

股价一年走势



相关报告

《业绩大幅超预期，国窖势能持续释放》
2020-10-28

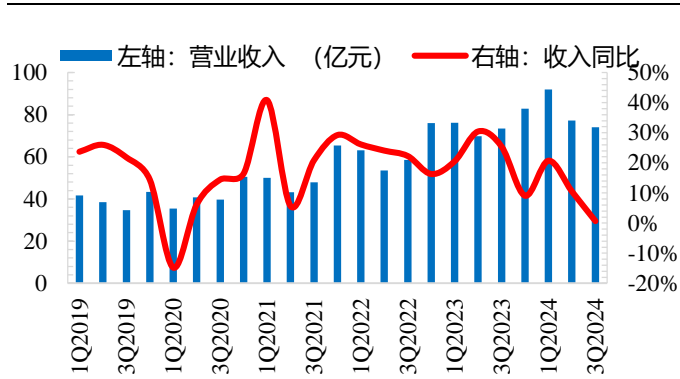
《业绩略超预期，国窖蓄势发力》
2020-08-27

《国窖进入后百亿时代，理性务实前行》
2020-04-28

《百亿国窖量价齐升，期待品牌复兴，双轮驱动》
2019-10-31

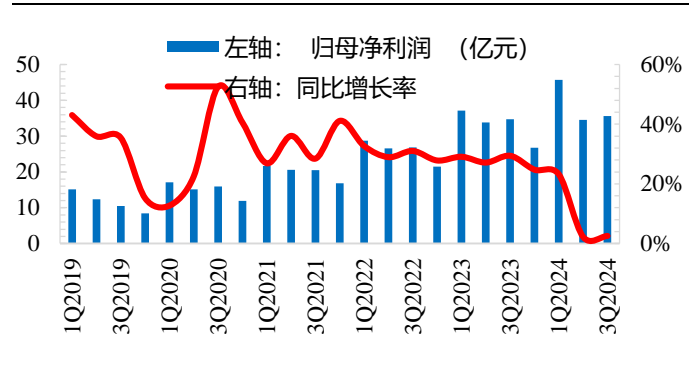
《高端品牌势能释放，驱动业绩高增》
2019-08-29

图1： 2019Q1-2024Q3 单季营业收入（亿元）增速下滑



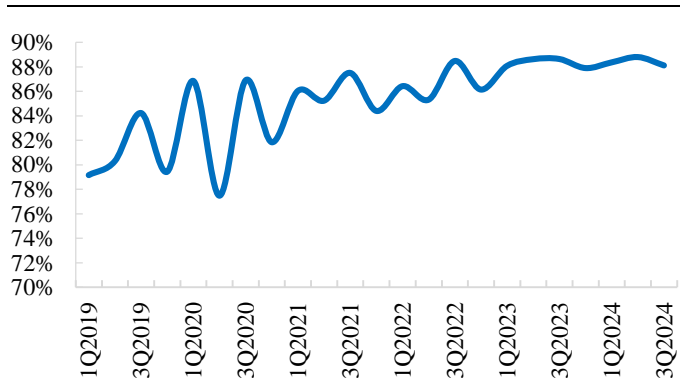
资料来源：wind，诚通证券研究所

图2： 2019Q1-2024Q3 单季归母净利润（亿元）增速下滑



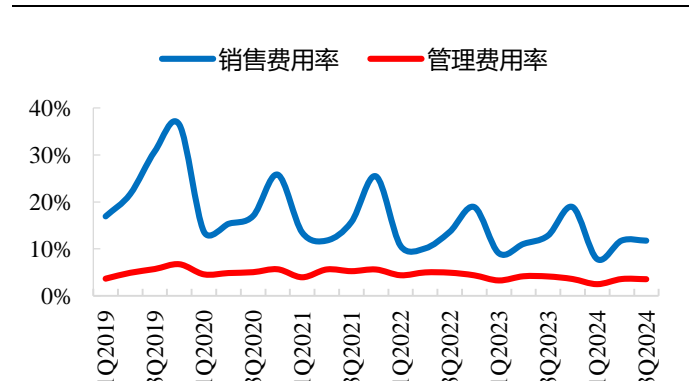
资料来源：wind，诚通证券研究所

图3： 2019Q1-2024Q3 单季毛利率上升态势



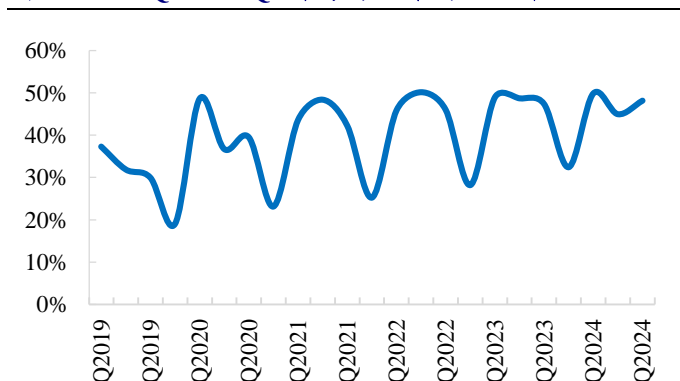
资料来源：wind，诚通证券研究所

图4： 2019Q1-2024Q3 单季销售费率和管理费率持续收缩态势



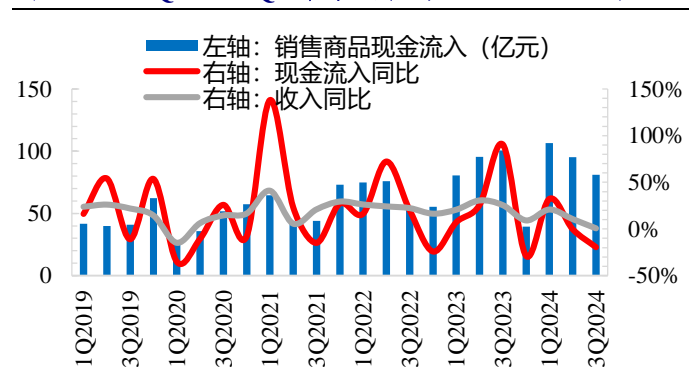
资料来源：wind，诚通证券研究所

图5： 2019Q1-2024Q3 单季净利率持续提升



资料来源：wind，诚通证券研究所

图6： 2019Q1-2024Q3 单季销售商品现金流入健康



资料来源：wind，诚通证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	33552	45358	51753	56083	63872	营业收入	25124	30233	32604	35375	38912
现金	17758	25952	32521	34674	42087	营业成本	3370	3537	3814	4139	4553
应收票据及应收账款合计	6	17	0	20	0	营业税金及附加	3524	4133	4565	4963	5454
其他应收款	23	23	27	27	32	营业费用	3449	3974	4271	4713	5133
预付账款	114	202	139	231	176	管理费用	1162	1139	1206	1380	1595
存货	9841	11622	11523	13589	14035	研发费用	206	226	256	271	302
其他流动资产	5810	7542	7542	7542	7542	财务费用	-286	-371	-579	-775	-988
非流动资产	17834	17936	19504	21155	22591	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	2668	2708	2804	2900	2996	公允价值变动收益	-12	63	50	55	53
固定资产	8856	8613	9312	10185	11195	其他收益	37	54	48	46	49
无形资产	3083	3398	3958	4610	4938	投资净收益	105	85	70	70	70
其他非流动资产	3227	3217	3430	3460	3462	营业利润	13847	17842	19260	20884	23068
资产总计	51385	63294	71256	77239	86463	营业外收入	28	36	30	31	33
流动负债	10652	10071	13540	12950	14652	营业外支出	20	72	53	48	58
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	13855	17806	19238	20867	23043
应付票据及应付账款合计	2312	2357	3243	2530	3806	所得税	3444	4517	5002	5360	5955
其他流动负债	8340	7714	10297	10420	10846	净利润	10411	13289	14236	15507	17088
非流动负债	6405	11692	9898	8047	5997	少数股东损益	45	42	54	54	62
长期借款	6176	11499	9705	7854	5804	归属母公司净利润	10365	13246	14182	15453	17027
其他非流动负债	229	193	193	193	193	EBITDA	14359	18454	19297	20824	22887
负债合计	17057	21763	23438	20997	20649	EPS(元)	7.04	9.00	9.63	10.50	11.57
少数股东权益	121	140	194	248	309						
股本	1472	1472	1472	1472	1472	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	4800	5185	5185	5185	5185	成长能力					
留存收益	28244	35288	40981	47182	54017	营业收入(%)	21.7	20.3	7.8	8.5	10.0
归属母公司股东权益	34208	41391	47625	55994	65504	营业利润(%)	30.7	28.9	7.9	8.4	10.5
负债和股东权益	51385	63294	71256	77239	86463	归属于母公司净利润(%)	30.3	27.8	7.1	9.0	10.2
						获利能力					
						毛利率(%)	86.6	88.3	88.3	88.3	88.3
						净利率(%)	41.3	43.8	43.5	43.7	43.8
						ROE(%)	30.3	32.0	29.8	27.6	26.0
						ROIC(%)	58.6	60.0	62.3	56.2	61.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	33.2	34.4	32.9	27.2	23.9
						净负债比率(%)	-33.3	-34.5	-42.5	-43.0	-51.0
						流动比率	3.1	4.5	3.8	4.3	4.4
						速动比率	1.8	2.7	2.5	2.8	3.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	6639.7	2584.0	4611.8	3597.9	4104.9
						应付账款周转率	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	7.04	9.00	9.63	10.50	11.57
						每股经营现金流(最新摊薄)	5.48	6.70	10.46	8.38	12.17
						每股净资产(最新摊薄)	23.24	28.12	32.35	38.04	44.50
						估值比率					
						P/E	20.1	15.7	14.7	13.5	12.2
						P/B	6.1	5.0	4.4	3.7	3.2
						EV/EBITDA	13.7	10.5	9.7	8.8	7.6

现金流量表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8263	10648	15399	12342	17912
净利润	10411	13289	14236	15507	17088
折旧摊销	629	668	587	675	770
财务费用	-286	-371	-579	-775	-988
投资损失	-105	-85	-70	-70	-70
营运资金变动	-2827	-3844	1297	-2911	1196
其他经营现金流	441	992	-71	-84	-84
投资活动现金流	-1874	-1268	-2013	-2173	-2052
资本支出	1035	1502	1472	1556	1340
长期投资	-952	107	-96	-96	-96
其他投资现金流	-1791	340	-637	-713	-808
筹资活动现金流	-2078	-1218	-6816	-8017	-8448
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	2185	5323	-1794	-1851	-2050
普通股增加	7	0	0	0	0
资本公积增加	1045	385	0	0	0
其他筹资现金流	-5315	-6927	-5022	-6165	-6398
现金净增加额	4326	8164	6569	2153	7413

资料来源：公司公告，wind，诚通证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，诚通证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行人或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及诚通证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

诚通证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。诚通证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。

诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

北京：北京市朝阳区东三环北路27号嘉铭中心12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>