

# 泸州老窖 (000568)

## 22 年报及 23Q1 业绩点评: 23 年优质开局, 高质增长可期

买入 (维持)

2023 年 04 月 29 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001  
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001  
wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	25,124	30,651	36,903	43,989
同比	22%	22%	20%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	10,365	12,788	15,494	18,663
同比	30%	23%	21%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	7.04	8.69	10.53	12.68
P/E (现价&最新股本摊薄)	32.13	26.04	21.49	17.84

关键词: #业绩超预期

### 投资要点

- **事件:** 2022 年公司实现总营收 251.24 亿元, 同比+21.71%, 归母净利润 103.65 亿元, 同比+30.29%。23Q1 公司实现总营收 76.1 亿元, 同比+20.57%, 归母净利润 37.13 亿元, 同比+29.11%, 业绩超预期。
- **国窖品牌保持引领, 量价齐升贡献业绩。** 22 年酒类收入 247.7 亿元/+21.3%, 其中中高档酒收入 221.3 亿元/+20.3%, 其中量+16.9%, 价+3%, 其他酒收入 26.3 亿元/+30.5%, 其中量+6.5%, 价+22.5%, 分区域看, 境内收入 249.7 亿元/+21.5%, 截至 22 年境内经销商数量 1703 家, 单个经销商平均贡献同比+27%至 1466 万元, 经销商质量进一步提高, 境外收入 1.53 亿元, 同比+84%。全年毛利率同比+0.89pct 至 86.6%, 销售/管理费用率分别同比-3.71pct/0.49pct 至 13.7%/4.6%, 费用率改善推动销售净利率同比+3pct 至 41.4%, 上行趋势延续。
- **23 开局表现亮眼。净利率持续改善。** 23Q1 总营收同比+20.57%, 归母净利润同比+29.11%, 业绩超预期, 我们预计国窖系列势能充足保持稳定增长。现金流方面, 23Q1 销售收现 80.4 亿元/+7%, 经营性现金流量净额 15 亿元/+33%, 截至 23Q1 合同负债 17.3 亿元/-2.11pct, 利润方面, 23Q1 毛利率同比+1.7pct 至 88%, 我们主系产品结构稳步提升所致, 销售/管理费用率分别同比-1.6pct/-1.1pct 至 9.1%/3.3%, 销售净利率同比+3.1pct 至 48.9%, 主系毛利率提升+费用率下降, 创近三年同期最高水平。
- **22 年初目标圆满完成, 23 年内生发展动力充足。** 公司圆满地完成董事会于年初提出的“实现营业收入同比增长不低于 15%”的目标, 目前国窖保持控货挺价的策略, 短期淡季动销影响批价略有波动, 但仍在合理区间范围之内, 低度和特曲仍保持较好的增长; 中长期来看, 股权激励落地以后, 士气充足, 高度国窖价格跟随, 多产品线持续开花, 在全年持续复苏的推动下, 规模效应有望进一步推动净利率的提升, 我们预计 23 年业绩有望延续快速增长。
- **盈利预测与投资评级:** 公司聚焦“双品牌、三品系、大单品”, 良性发展动力充足, 我们调整 23-25 年归母净利润为 128、155、187 亿元 (此前预测 23-24 年为 123、149 亿元), 分别同比+23%、21%、20% (此前预测 23-24 年为 22%、21%), 当前市值对应 PE 为 26/21/18 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、消费复苏不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	226.24
一年最低/最高价	155.18/265.98
市净率(倍)	8.78
流通 A 股市值(百万元)	331,329.51
总市值(百万元)	333,022.51

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	25.76
资产负债率(% ,LF)	34.79
总股本(百万股)	1,471.99
流通 A 股(百万股)	1,464.50

### 相关研究

《泸州老窖(000568): 2022 年三季报点评: Q3 业绩表现亮眼, 净利率提升》

2022-10-28

《泸州老窖(000568): 2022 年三季报业绩预告点评: 业绩区间符合预期, 经营稳健向上》

2022-10-15

## 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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>33,552</b>	<b>44,588</b>	<b>59,476</b>	<b>77,623</b>	<b>营业总收入</b>	<b>25,124</b>	<b>30,651</b>	<b>36,903</b>	<b>43,989</b>
货币资金及交易性金融资产	18,831	31,368	43,787	59,100	营业成本(含金融类)	3,370	4,010	4,691	5,489
经营性应收款项	4,704	6,233	7,501	8,939	税金及附加	3,524	4,291	5,166	6,158
存货	9,841	6,591	7,712	9,023	销售费用	3,449	4,444	5,536	6,598
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,162	1,597	1,808	2,111
其他流动资产	176	396	475	561	研发费用	206	205	203	286
<b>非流动资产</b>	<b>17,834</b>	<b>19,305</b>	<b>20,480</b>	<b>21,616</b>	财务费用	-286	-510	-803	-1,130
长期股权投资	2,668	2,668	2,668	2,668	加:其他收益	37	61	81	83
固定资产及使用权资产	8,896	9,343	9,579	9,616	投资净收益	105	307	240	264
在建工程	809	1,309	1,509	1,444	公允价值变动	-12	0	0	0
无形资产	3,083	3,608	4,347	5,510	减值损失	-1	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	20	0	-1	38
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>13,847</b>	<b>16,982</b>	<b>20,622</b>	<b>24,860</b>
其他非流动资产	2,377	2,377	2,377	2,377	营业外净收支	8	2	4	4
<b>资产总计</b>	<b>51,385</b>	<b>63,893</b>	<b>79,956</b>	<b>99,239</b>	<b>利润总额</b>	<b>13,855</b>	<b>16,983</b>	<b>20,626</b>	<b>24,864</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,652</b>	<b>11,596</b>	<b>13,613</b>	<b>15,948</b>	减:所得税	3,444	4,169	5,101	6,164
短期借款及一年内到期的非流动负债	82	82	82	82	<b>净利润</b>	<b>10,411</b>	<b>12,814</b>	<b>15,525</b>	<b>18,700</b>
经营性应付款项	2,312	3,717	4,348	5,088	减:少数股东损益	45	26	31	37
合同负债	2,566	2,406	2,815	3,293	<b>归属母公司净利润</b>	<b>10,365</b>	<b>12,788</b>	<b>15,494</b>	<b>18,663</b>
其他流动负债	5,692	5,392	6,368	7,485	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.04	8.69	10.53	12.68
非流动负债	6,405	6,405	6,405	6,405	EBIT	13,448	16,104	19,499	23,346
长期借款	3,180	3,180	3,180	3,180	EBITDA	14,092	16,755	20,187	24,084
应付债券	2,996	2,996	2,996	2,996	毛利率(%)	86.59	86.92	87.29	87.52
租赁负债	29	29	29	29	归母净利率(%)	41.26	41.72	41.98	42.43
其他非流动负债	200	200	200	200	收入增长率(%)	21.71	22.00	20.40	19.20
<b>负债合计</b>	<b>17,057</b>	<b>18,001</b>	<b>20,017</b>	<b>22,352</b>	归母净利润增长率(%)	30.29	23.38	21.16	20.45
归属母公司股东权益	34,208	45,745	59,761	76,672					
少数股东权益	121	147	178	215					
<b>所有者权益合计</b>	<b>34,329</b>	<b>45,892</b>	<b>59,938</b>	<b>76,887</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>51,385</b>	<b>63,893</b>	<b>79,956</b>	<b>99,239</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,263	15,603	15,519	18,633	每股净资产(元)	23.24	31.08	40.41	51.85
投资活动现金流	-1,874	-1,815	-1,621	-1,568	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	-2,078	-1,251	-1,478	-1,752	ROIC(%)	27.73	26.19	24.79	23.51
现金净增加额	4,326	12,537	12,420	15,313	ROE-摊薄(%)	30.30	27.96	25.93	24.34
折旧和摊销	644	652	688	738	资产负债率(%)	33.19	28.17	25.04	22.52
资本开支	-969	-2,122	-1,861	-1,832	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.13	26.04	21.49	17.84
营运资本变动	-2,827	2,964	-1,348	-1,531	P/B(现价)	9.73	7.28	5.60	4.36

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

