

泸州老窖(000568)

报告日期: 2023年05月04日

# Q1 利润端超预期, 中档酒延续优秀表现

## ——泸州老窖 22 年&23Q1 业绩点评

### 投资要点

□ **事件: 公司发布业绩:** ①2022 年公司收入/归母净利润分别为 251.24/103.65 亿元 (+21.71%/+30.29%), 其中 2022Q4 公司收入/归母净利润分别为 75.99/21.48 亿元 (+16.32%/+27.86%); ② 2023Q1 公司收入/归母净利润分别为 76.10/37.13 亿元 (+20.57%/+29.11%), 表现持续超预期。

□ **22 年中档酒表现亮眼, 盈利能力稳定向好**

中档酒表现亮眼, 量价实现双升。22 年公司酒类收入 247.66 亿元 (+21.31%), 量/价双驱业绩发展 (量/价分别同比+10.75%/+9.54%), 其中: 中高档酒 (国窖 1573+泸州老窖特曲+百年泸州老窖窖龄酒)/其他酒类 (泸州老窖头曲、泸州老窖黑盖) 营业收入 221.33/26.34 亿元 (+20.30%/+30.52%), 销量分别同比 +16.87%/+6.52%, 吨价分别同比+2.94%/+22.52%, 中档酒表现亮眼; 另外, 受益于公司加强经销商质量把控, 在总数量下降的同时, 境内销商规模同比变动 +27.16%。

盈利能力稳定向好, 合同负债表现优秀。22 年公司毛利率/净利率分别同比 +0.89/+2.99 个百分点至 86.59%/41.44%, 主因结构升级+费用管控优秀: 22 年销售费用率/管理费用率同比-3.71/-0.34 个百分点至 13.73%/5.45%。另外, 22 年公司经营性现金流同比变动 7.33%至 82.63 亿元; 22 年合同负债同比/环比分别变动 -9.44/+6.66 亿元至 25.66 亿元。

□ **23Q1 收入端表现优异, 产品升级换代顺利进行**

**23Q1 公司收入端:** 表现稳定, 主因国窖发挥品牌引领作用的同时, 泸州老窖系列发挥第二增长极效用 (受益于 Q1 大众酒消费表现优秀, 预计窖龄特曲等中档酒动销表现优秀)。

**23Q1 公司盈利端:** 表现超预期。Q1 公司毛利率/净利率分别同比变动+1.66/+3.10 个百分点至 88.09%/48.91%, 盈利向上主因: 产品结构升级+22 年末合同负债优异+费用管控优秀 (Q1 销售费用率/管理费用率分别同比变动-1.58/-1.22 个百分点至 9.08%/3.61%), 其中销售费用下降主因促消费减少。23Q1 经营性现金流同比变动 33.34%至 15.09 亿元; 23Q1 合同负债同比/环比分别变动-0.37/-8.41 亿元至 17.26 亿元。

□ **23 年有望延续高增, 净利率有望持续改善**

高度国窖在“从跟随到相伴”背景下稳价顺利, 公司多形式补充高度国窖渠道利润以推动动销+公司多措并举发力低度酒/特曲, 股权激励持续赋能, 规模效应或将进一步推升净利率, 预计 23 年业绩或延续高增态势。

□ **盈利预测及估值**

预计 2023~2025 年公司收入增速为 22.34%、20.18%、19.53%; 归母净利润增速分别为 26.42%、23.43%、21.00%; EPS 分别为 8.9、11.0、13.3 元; PE 分别为 25、20、17 倍, 维持买入评级。

□ **催化剂:** 白酒需求恢复超预期, 批价持续上行。

□ **风险提示:** 1、消费恢复不及预期或影响动销恢复; 2、国窖批价上涨不及预期。

### 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: 张潇倩

执业证书号: S1230520090001

zhangxiaolian@stocke.com.cn

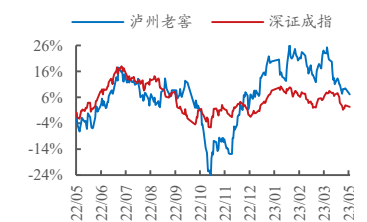
### 基本数据

收盘价 ¥221.18

总市值(百万元) 325,574.25

总股本(百万股) 1,471.99

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《春节动销表现略超预期, 低度特曲持续发力》 2023.02.17
- 2 《多价位带产品发力, 22Q3 利润端超预期——泸州老窖 22Q3 业绩点评》 2022.10.29
- 3 《强者恒强, 多产品延续超预期表现——泸州老窖 22Q3 业绩预告点评》 2022.10.16

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	25124	30736	36938	44152
(+/-) (%)	21.71%	22.34%	20.18%	19.53%
归母净利润	10365	13104	16174	19571
(+/-) (%)	30.29%	26.42%	23.43%	21.00%
每股收益(元)	7.04	8.90	10.99	13.30
P/E	31.41	24.84	20.13	16.63

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)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	33552	43268	58261	76664
现金	17758	29295	42822	59624
交易性金融资产	1073	1073	1073	1073
应收账款	6	6	5	6
其它应收款	23	101	69	90
预付账款	114	143	165	169
存货	9841	8326	9484	11134
其他	4736	4324	4643	4568
<b>非流动资产</b>	17834	19862	21249	22519
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	2668	2591	2628	2629
固定资产	8853	10826	11668	12477
无形资产	3083	3945	4326	4872
在建工程	809	647	518	414
其他	2421	1853	2109	2127
<b>资产总计</b>	51385	63129	79510	99183
<b>流动负债</b>	10652	10212	11255	11909
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2312	2482	2541	2947
预收账款	0	0	0	0
其他	8340	7730	8714	8962
<b>非流动负债</b>	6405	4832	3952	3364
长期借款	3180	3180	3180	3180
其他	3225	1653	773	185
<b>负债合计</b>	17057	15044	15208	15273
少数股东权益	121	134	178	214
归属母公司股东权益	34208	47951	64125	83696
<b>负债和股东权益</b>	51385	63129	79510	99183

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	8263	15483	15948	18891
净利润	10411	13117	16217	19607
折旧摊销	629	691	826	924
财务费用	(286)	(79)	(332)	(587)
投资损失	(105)	(105)	(105)	(105)
营运资金变动	(104)	(126)	728	698
其它	(2282)	1984	(1387)	(1646)
<b>投资活动现金流</b>	(1874)	(3155)	(1857)	(2077)
资本支出	(316)	(2444)	(1471)	(1561)
长期投资	(80)	103	(42)	(6)
其他	(1478)	(814)	(344)	(510)
<b>筹资活动现金流</b>	(2078)	(791)	(564)	(12)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	3180	0	0	0
其他	(5258)	(791)	(564)	(12)
<b>现金净增加额</b>	4310	11537	13528	16802

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	25124	30736	36938	44152
营业成本	3370	3544	3678	4256
营业税金及附加	3524	4227	5129	6132
营业费用	3449	4057	5024	6005
管理费用	1162	1422	1709	2043
研发费用	206	252	303	362
财务费用	(286)	(79)	(332)	(587)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	(12)	(2)	(3)	(5)
投资净收益	105	105	105	105
其他经营收益	56	60	63	60
<b>营业利润</b>	13847	17476	21591	26100
营业外收支	8	(19)	(17)	(9)
<b>利润总额</b>	13855	17457	21575	26090
所得税	3444	4340	5357	6483
<b>净利润</b>	10411	13117	16217	19607
少数股东损益	45	13	43	36
<b>归属母公司净利润</b>	10365	13104	16174	19571
EBITDA	14408	18103	22108	26479
EPS (最新摊薄)	7.04	8.90	10.99	13.30

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.71%	22.34%	20.18%	19.53%
营业利润	30.75%	26.21%	23.55%	20.88%
归属母公司净利润	30.29%	26.42%	23.43%	21.00%
<b>获利能力</b>				
毛利率	86.59%	88.47%	90.04%	90.36%
净利率	41.44%	42.68%	43.91%	44.41%
ROE	33.19%	31.80%	28.78%	26.41%
ROIC	27.61%	25.54%	23.73%	22.08%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.19%	23.83%	19.13%	15.40%
净负债比率	19.12%	21.67%	21.45%	21.35%
流动比率	3.15	4.24	5.18	6.44
速动比率	2.23	3.42	4.33	5.50
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.54	0.52	0.49
应收账款周转率	6639.71	4512.20	4366.59	3576.84
应付账款周转率	1.42	1.49	1.48	1.56
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	7.04	8.90	10.99	13.30
每股经营现金	5.61	10.52	10.84	12.83
每股净资产	23.24	32.58	43.57	56.86
<b>估值比率</b>				
P/E	31.41	24.84	20.13	16.63
P/B	9.52	6.79	5.08	3.89
EV/EBITDA	7.74	16.49	12.90	10.13

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>