

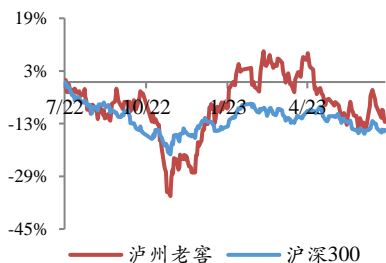
战略由守转攻，积极看待挑战

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-07-03

收盘价(元)	209.57
近12个月最高/最低(元)	260.60/155.94
总股本(百万股)	1,472
流通股本(百万股)	1,465
流通股比例(%)	99.49
总市值(亿元)	3,085
流通市值(亿元)	3,069

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

6月29日，泸州老窖召开2022年年度股东大会，并与广大股东及投资人进行充分交流。

● 短期正视行业挑战，同时抓住机遇突破

从短期时间维度来看，上半年公司整体动销及库存情况良好，尤其五码关联产品正式铺货，有望帮助公司实现服务费用后置下的良性渠道模式。公司管理层认为今年下半年到明年上半年行业仍将面临一定的挑战和困难，泸州老窖将积极面对未来压力、正视酒业环境波动。同时公司也表示，对于头部优秀企业来说，这将是历史性的机会，公司将抓住机会通过团队努力突破当前的品牌竞争格局。从战略来看，泸州老窖将在下半年采取更为主动积极的进攻策略，通过做深前期宽广布局，在保证良性健康的基础上，实现持续稳定增长。

● 长期锚定“十五五”寡头竞争格局，力争行业顶尖位置

从更长的时间维度来看，公司通过“十三五”时期完成薄弱板块的查漏补缺，“十四五”充分发挥“补课”优势、重点发展供应链体系，“十五五”将通过生态链战略，定位头部名酒参与寡头时代竞争。当前公司在供应链、管理、文化、营销、运营等多个环节已经处于行业领先地位，未来在不发生系统性风险的基础上，力争保持20%的增长速度。

● 投资建议

我们认为，泸州老窖作为高端白酒的三大代表之一，在生产、管理、产品、品牌及渠道营销上有着较为明显的头部优势，业绩方面弹性相对充足。预计公司2023年-2025年实现营业收入增长21.5%、20.6%、18.7%，归母净利润增长27.2%、24.2%、20.9%，对应EPS预测为8.96、11.13、13.45元，对应2023年7月2日PE分别23、19、16倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济波动风险；
- (2) 行业竞争加剧；
- (3) 食品安全问题。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25124	30533	36838	43737
收入同比 (%)	21.7%	21.5%	20.6%	18.7%
归属母公司净利润	10365	13190	16379	19800
净利润同比 (%)	30.3%	27.2%	24.2%	20.9%
毛利率 (%)	86.6%	87.3%	88.0%	88.6%
ROE (%)	30.3%	27.8%	28.2%	27.9%
每股收益 (元)	7.06	8.96	11.13	13.45
P/E	31.77	23.39	18.83	15.58
P/B	9.65	6.51	5.30	4.34
EV/EBITDA	22.61	15.68	12.73	9.91

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	33552	47274	54605	67765	营业收入	25124	30533	36838	43737
现金	17758	32939	32976	48055	营业成本	3370	3888	4410	4989
应收账款	6	0	0	0	营业税金及附加	3524	4061	4789	5467
其他应收款	23	231	76	289	销售费用	3449	4275	5157	6123
预付账款	114	233	265	299	管理费用	1162	1313	1584	1749
存货	9841	5927	11958	8274	财务费用	-286	-355	-659	-660
其他流动资产	5810	7944	9331	10849	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	17834	22482	26824	30860	公允价值变动收益	-12	0	0	0
长期投资	2668	2914	3161	3408	投资净收益	105	299	361	429
固定资产	8856	13257	17352	21142	营业利润	13847	17462	21689	26225
无形资产	3083	3083	3083	3083	营业外收入	28	28	5	0
其他非流动资产	3227	3227	3227	3227	营业外支出	20	20	0	0
资产总计	51385	69756	81429	98625	利润总额	13855	17470	21693	26225
流动负债	10652	15833	16727	21024	所得税	3444	4280	5315	6425
短期借款	0	0	0	0	净利润	10411	13190	16379	19800
应付账款	2312	4168	3182	5133	少数股东损益	45	0	0	0
其他流动负债	8340	11665	13546	15891	归属母公司净利润	10365	13190	16379	19800
非流动负债	6405	6405	6405	6405	EBITDA	14092	17968	22136	26910
长期借款	3180	3180	3180	3180	EPS (元)	7.06	8.96	11.13	13.45
其他非流动负债	3225	3225	3225	3225					
负债合计	17057	22238	23132	27428					
少数股东权益	121	121	121	121					
股本	1472	1472	1472	1472					
资本公积	4800	4800	4800	4800					
留存收益	27936	41125	51904	64804					
归属母公司股东权益	34208	47397	58176	71076					
负债和股东权益	51385	69756	81429	98625					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8263	20684	11079	27360
净利润	10411	13190	16379	19800
折旧摊销	644	1161	1467	1773
财务费用	115	0	0	0
投资损失	-105	-299	-361	-429
营运资金变动	-2827	6640	-6400	6216
其他经营现金流	13263	6541	22774	13584
投资活动现金流	-1874	-5502	-5443	-5380
资本支出	-969	-5554	-5557	-5562
长期投资	-952	-247	-247	-247
其他投资现金流	47	299	361	429
筹资活动现金流	-2078	0	-5600	-6900
短期借款	0	0	0	0
长期借款	3180	0	0	0
普通股增加	7	0	0	0
资本公积增加	1045	0	0	0
其他筹资现金流	-6310	0	-5600	-6900
现金净增加额	4326	15182	36	15079

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	21.7%	21.5%	20.6%	18.7%
营业利润	30.7%	26.1%	24.2%	20.9%
归属于母公司净利	30.3%	27.2%	24.2%	20.9%
获利能力				
毛利率 (%)	86.6%	87.3%	88.0%	88.6%
净利率 (%)	41.3%	43.2%	44.5%	45.3%
ROE (%)	30.3%	27.8%	28.2%	27.9%
ROIC (%)	24.9%	23.6%	24.2%	24.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.2%	31.9%	28.4%	27.8%
净负债比率 (%)	49.7%	46.8%	39.7%	38.5%
流动比率	3.15	2.99	3.26	3.22
速动比率	2.20	2.59	2.52	2.81
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.50	0.49	0.49
应收账款周转率	6639.71	—	—	—
应付账款周转率	1.42	1.20	1.20	1.20
每股指标 (元)				
每股收益	7.06	8.96	11.13	13.45
每股经营现金流 (摊)	5.61	14.05	7.53	18.59
每股净资产	23.24	32.20	39.52	48.29
估值比率				
P/E	31.77	23.39	18.83	15.58
P/B	9.65	6.51	5.30	4.34
EV/EBITDA	22.61	15.68	12.73	9.91

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。三年证券研究经验，曾就职于公募基金、券商资管、境外券商等机构，主要覆盖白酒。

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。