

证券研究报告

公司研究

点评报告

泸州老窖 (000568.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

泸州老窖 (00568.SZ): 费效比提升, 盈利持续增强

2022. 10. 28

泸州老窖 (000568.SZ): 全线出击, 势能延续

2022. 10. 16

泸州老窖 (000568.SZ): 步伐坚定, 奋力追赶

2022. 08. 29

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

掌握战略主动, 逆势跑出加速

2023年08月29日

事件: 公司发布中期业绩公告, 2023年上半年实现营收 145.93 亿元, 同比+25.11%; 归母净利润 70.9 亿元, 同比+28.17%; 销售收现 175.84 亿元, 同比+16.56%; 经营净现金流 56.48 亿元, 同比+38.53%; 期末合同负债 19.34 亿元, 环比+2.08 亿元。

点评:

- **中高档酒吨价大幅提升, 普通酒量价齐升。** 23Q2, 公司实现营收 69.83 亿元, 同比+30.46%, 归母净利润 33.78 亿元, 同比+27.16%。分产品看, 上半年: ①中高档酒收入 129.9 亿元, 同比+25.2%, 量价分别贡献-3%/29.7%, 毛利率同比+2.1pct 至 92.5%。我们预计吨价的提升与今年国窖专营公司与股份公司之间的结算价上调有关, 公司第一大客户收入 69.11 亿元, 同比+26.63%, 我们预计其增长主要也为价的贡献, 从侧面反映出, 在今年消费疲软的影响下, 国窖也同样面临一些放量压力。②普通酒收入 15.21 亿元, 同比+29.2%, 量价分别贡献+21.2%/6.6%, 毛利率同比+5.1pct 至 54.4%。上半年, 公司整体毛利率同比+2.43pct 至 88.35% (二季度同比+3.31%至 88.63%)。
- **红包投入及投产阶段性影响盈利。** 23Q2, 公司税金及附加率同比+2.20pct (上半年同比+1.96pct), 主要与扩产后消费税增加有关; 销售费用率同比+0.95pct 至 11.06% (上半年同比-0.38pct 至 10.03%), 今年 3 月底, 公司上线五码产品, 新增双向红包, 因此促销费用大幅增加; 管理费用率同比-0.82pct 至 4.16% (上半年同比-0.95pct 至 3.7%); 研发费用率同比-0.31pct (上半年同比-0.21pct)。受到税金及销售费用影响, 二季度公司归母净利率同比-1.25pct 至 48.37%, 但上半年同比+1.16pct 至 48.59%, 盈利水平仍有提升。
- **逆势提价, 掌握战略主动性。** 今年以来, 公司在市场运作上发挥出自身的精细化管理优势, 二季度开始推广五码产品, 新增双向扫码红包, 改变渠道费用模式, 将费用精准投放至终端及消费者, 有助于动销提升。三季度又在旺季前提高经销商打款价, 一方面有助于平稳价盘, 另一方面提前占用经销商更多资金, 在旺季促销方案上拥有更多主动权。我们认为, 公司优秀的管理团队能够较好把握行业的变化趋势, 并且在更大规模体量的发展基础上, 不断弥补自身的短板, 积极突破, 抵御行业波动风险。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 8.87 元、10.83 元、13.14 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 消费弱复苏影响; 行业竞争加剧

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	20,642	25,124	30,471	36,585	43,554
增长率 YoY %	24.0%	21.7%	21.3%	20.1%	19.0%
归属母公司净利润 (百万元)	7,956	10,365	13,057	15,939	19,345
增长率 YoY%	32.5%	30.3%	26.0%	22.1%	21.4%
毛利率%	85.7%	86.6%	87.2%	87.4%	87.6%
净资产收益率ROE%	28.4%	30.3%	37.6%	38.4%	38.8%
EPS(摊薄)(元)	5.40	7.04	8.87	10.83	13.14
市盈率 P/E(倍)	46.97	31.85	25.74	21.08	17.37
市净率 P/B(倍)	13.33	9.65	9.67	8.10	6.74

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 28 日收盘价

资产负债表					
单位:百万					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	26,575	33,552	35,099	43,188	53,115
货币资金	13,513	17,758	18,820	25,605	33,781
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	2	6	8	10	12
预付账款	178	114	117	138	162
存货	7,278	9,841	10,329	11,602	13,317
其他	5,605	5,833	5,824	5,833	5,842
非流动资产	16,636	17,834	18,450	19,225	19,995
长期股权投资	2,627	2,668	2,720	2,770	2,820
固定资产(合)	8,089	8,856	9,356	9,856	10,356
无形资产	2,606	3,083	3,113	3,138	3,158
其他	3,314	3,227	3,260	3,460	3,660
资产总计	43,212	51,385	53,549	62,413	73,110
流动负债	10,947	10,652	12,206	14,267	16,541
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	2,420	2,312	2,449	2,648	2,811
其他	8,527	8,340	9,757	11,618	13,730
非流动负债	4,128	6,405	6,405	6,405	6,405
长期借款	0	3,180	3,180	3,180	3,180
其他	4,128	3,225	3,225	3,225	3,225
负债合计	15,075	17,057	18,611	20,671	22,946
少数股东权益	97	121	173	237	315
归属母公司股东权益	28,040	34,208	34,765	41,504	49,849
负债和股东权益	43,212	51,385	53,549	62,413	73,110

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,642	25,124	30,471	36,585	43,554
同比(%)	24.0%	21.7%	21.3%	20.1%	19.0%
归属母公司净利润	7,956	10,365	13,057	15,939	19,345
同比(%)	32.5%	30.3%	26.0%	22.1%	21.4%
毛利率(%)	85.7%	86.6%	87.2%	87.4%	87.6%
ROE%	28.4%	30.3%	37.6%	38.4%	38.8%
EPS(摊薄)(元)	5.40	7.04	8.87	10.83	13.14
P/E	46.97	31.85	25.74	21.08	17.37
P/B	13.33	9.65	9.67	8.10	6.74
EV/EBITDA	34.21	22.67	18.40	14.88	12.06

利润表					
单位:百万					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,642	25,124	30,471	36,585	43,554
营业成本	2,952	3,370	3,887	4,603	5,401
营业税金及附加	2,865	3,524	4,266	5,122	6,098
销售费用	3,599	3,449	3,809	4,390	5,009
管理费用	1,056	1,162	1,310	1,537	1,786
研发费用	138	206	183	220	261
财务费用	-217	-286	-240	-358	-582
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	202	105	152	183	218
其他	139	43	61	73	87
营业利润	10,590	13,847	17,469	21,328	25,887
营业外收支	-39	8	10	10	10
利润总额	10,551	13,855	17,479	21,338	25,897
所得税	2,614	3,444	4,370	5,334	6,474
净利润	7,937	10,411	13,109	16,003	19,422
少数股东损益	-18	45	52	64	78
归属母公司净利润	7,956	10,365	13,057	15,939	19,345
EBITDA	10,597	14,056	17,586	21,289	25,580
EPS(当年)(元)	5.40	7.04	8.87	10.83	13.14

现金流量表					
单位:百万					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7,699	8,263	14,817	17,451	20,607
净利润	7,937	10,411	13,109	16,003	19,422
折旧摊销	565	644	570	575	580
财务费用	128	115	309	309	309
投资损失	-202	-105	-152	-183	-218
营运资金变动	-384	-2,827	991	756	524
其它	-345	26	-10	-10	-10
投资活动现金流	-2,678	-1,874	-945	-1,157	-1,122
资本支出	-1,976	-969	-1,290	-1,290	-1,290
长期投资	-741	-952	180	-50	-50
其他	38	47	165	183	218
筹资活动现金流	-3,183	-2,078	-12,809	-9,509	-11,309
吸收投资	8	670	0	0	0
借款	0	2,200	0	0	0
支付利息或股息	-3,169	-4,929	-8,009	-9,509	-11,309
现金流净增加额	1,834	4,326	1,063	6,785	8,176

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

姜青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，3年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。