

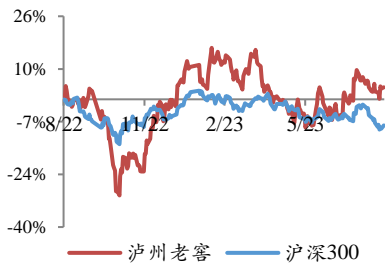
Q2 实现弹性高增，业绩表现超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-28

收盘价(元)	228.29
近12个月最高/最低(元)	255.85/153.09
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)	3,360
流通市值(亿元)	3,343

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

8月28日，泸州老窖发布2023年中报。公司23H1/23Q2实现营业收入145.93亿元/69.83亿元，同比变动+25.11%/+30.46%；公司23H1/23Q2实现归母净利润70.90亿元/33.78亿元，同比变动+28.17%/+27.16%。业绩表现略超市场预期。

● 停货提价拉动吨价上行，尾部白酒实现量价齐升

分产品来看，公司上半年中高档酒（含税价150元/瓶及以上，包括1573、特曲、窖龄酒等）营收增长25.24%，其他酒类（税价150元/瓶及以下，包括头曲、黑盖等）营收增长29.23%，其中中高档酒呈量减价升（销量-3.0%、吨价+29.1%），上半年低度国窖提价停货、1952/老字号特曲提价等措施有效保证了公司高线产品的价值链体系；其他酒类呈量价齐升（量+21.2%、价+6.6%），公司继续优化尾部产品结构，实现了普通酒类的吨价上升。

其他方面，2023年上半年传统渠道/新兴渠道营收分别+28.82%/-22.73%。截止2023年6月末，经销商数量共计1812家，境内/境外分别净减少2/15家。

● 产品结构拉动毛利率提升，上半年盈利能力提升

盈利能力部分，公司23H1/23Q2毛利率分别为88.35%/88.63%，同比分别变化+2.43pct/+3.31pct，头部产品提价+尾部产品结构优化为主要因素。税金及附加率23H1/23Q2提升2%左右，预计与生产节奏季度间调节有关。费用方面，公司23H1/23Q2期间费用率有一定改善，其中管理费用率分别下降1.16pct/1.13pct，为主要贡献。综合来看，公司23H1/23Q2归母净利率分别为48.59%/48.37%，同比+1.16pct/-1.25pct（受所得税增加影响），盈利能力持续提升。

其他方面，公司23H1/23Q2经营活动净现金流分别为56.48亿元/41.39亿元，其中销售收现分别增长16.56%/25.75%，现金流情况良好。6月末合同负债19.34亿元，环比3月末增加2.08亿元，同比去年6月末减少3.96亿元。

● 投资建议

公司上半年迎来红火开局，我们认为公司在高度国窖结算价提升、下半年国庆中秋旺季刺激等因素作用下，全年15%的营收增长目标可轻松实现。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%、23.5%、21.0%，对应EPS预测为8.96、11.06、13.39元，对应8月28日PE分别25、21、17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	16285	19710
净利润同比 (%)	30.3%	27.2%	23.5%	21.0%
毛利率 (%)	86.6%	87.3%	88.0%	88.6%
ROE (%)	30.3%	32.0%	31.4%	30.5%
每股收益 (元)	7.06	8.96	11.06	13.39
P/E	31.77	25.48	20.64	17.05
P/B	9.65	8.16	6.48	5.20
EV/EBITDA	22.61	17.56	14.26	11.17

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				
会计年度	单位: 百万元				会计年度	单位: 百万元			
2022	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产	33552	41055	48292	61362	营业收入	25124	30533	36838	43737
现金	17758	26720	26663	41652	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	-534	-533
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	21564	26099
无形资产	3083	3083	3083	3083	营业外收入	28	28	5	14
其他非流动资产	3227	3227	3227	3227	营业外支出	20	20	0	7
资产总计	51385	63537	75116	92222	利润总额	13855	17470	21569	26106
流动负债	10652	15833	16727	21024	所得税	3444	4280	5284	6396
短期借款	0	0	0	0	净利润	10411	13190	16285	19710
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	16285	19710
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	11.06	13.39
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	34906	45591	58401					
归属母公司股东权益	34208	41178	51863	64673					
负债和股东权益	51385	63537	75116	92222					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8263	20684	10985	27263	成长能力				
净利润	10411	13190	16285	19710	营业收入	21.7%	21.5%	20.6%	18.7%
折旧摊销	644	1161	1467	1773	营业利润	30.7%	26.1%	23.5%	21.0%
财务费用	115	0	0	0	归属于母公司净利	30.3%	27.2%	23.5%	21.0%
投资损失	-105	-299	-361	-429	获利能力				
营运资金变动	-2827	6640	-6400	6216	毛利率 (%)	86.6%	87.3%	88.0%	88.6%
其他经营现金流	13263	6541	22680	13487	净利率 (%)	41.3%	43.2%	44.2%	45.1%
投资活动现金流	-1874	-5502	-5443	-5373	ROE (%)	30.3%	32.0%	31.4%	30.5%
资本支出	-969	-5554	-5557	-5555	ROIC (%)	24.9%	26.7%	26.8%	26.7%
长期投资	-952	-247	-247	-247	偿债能力				
其他投资现金流	47	299	361	429	资产负债率 (%)	33.2%	35.0%	30.8%	29.7%
筹资活动现金流	-2078	-6219	-5600	-6900	净负债比率 (%)	49.7%	53.8%	44.5%	42.3%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.15	2.59	2.89	2.92
长期借款	3180	0	0	0	速动比率	2.20	2.19	2.15	2.50
普通股增加	7	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1045	0	0	0	总资产周转率	0.53	0.53	0.53	0.52
其他筹资现金流	-6310	-6219	-5600	-6900	应收账款周转率	6639.71	—	—	—
现金净增加额	4326	8963	-58	14990	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	11.06	13.39
					每股经营现金流 (摊)	5.61	14.05	7.46	18.52
					每股净资产	23.24	27.97	35.23	43.94
					估值比率				
					P/E	31.77	25.48	20.64	17.05
					P/B	9.65	8.16	6.48	5.20
					EV/EBITDA	22.61	17.56	14.26	11.17

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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。