



泸州老窖 (000568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩超预期兑现，渠道禀赋势能不减

业绩简评

2023年8月28日，公司披露半年报。期内实现营收145.9亿元，同比+25.1%；实现归母净利70.9亿元，同比+28.2%。其中，23Q2实现营收69.8亿元，同比+30.5%；实现归母净利33.8亿元，同比+27.2%。

经营分析

公司业绩超预期兑现，此前预期在20-25%间，报表结构&质量优异，重视公司渠道禀赋及高业绩置信度的溢价。

1) 从产品结构来看，23H1中高档酒实现营收129.9亿元，同比+25%，其中量-3%，价+29%，毛利率同比+2.1pct至92.5%，预计价增主要由国窖贡献，对应表观销售公司与国窖销售公司结算价的调整，表观23H1第一大客户营收96.1亿元，同比+27%，而特曲&窖龄预计仍实现双位数以上增长。此外，23H1其他酒类实现营收15.2亿元，同比+29%，其中量+21%，价+7%，毛利率同比+5.1pct至54.4%。

2) 从利润结构来看，归母净利率同比-1.3pct至48.4%，主要系销售费用&税金削弱了毛利率的增幅。其中，23Q2销售费用率同比+1.0pct，主要为渠道扫码红包、送旅游等促销加大，表内促销费同比+241%；税金及附加占比+2.2pct，主要为消费税的缴税节奏，预计全年税负仍平稳。

3) 从业绩质量来看，23H1末合同负债余额19.3亿元，环比+2.1亿；23Q2销售收现同比+25.7%，与营收增速基本一致，应收款项融资规模略提升。

渠道灵活性及高度精细化运营是公司的突出禀赋，目前国窖回款已70%+，其中西南优势市场进度领先，发货基本匹配回款，库存存在2个月左右；特曲&窖龄预计60%+。在3月末低度国窖焕新提价后，8月中高度国窖亦宣布提价20元并逐步导入新扫码装产品，预计以促回款、稳渠道批价预期为主，控价模式下渠道往期赚钱效应的兑现情况较好，厂商运营匹配度高。

盈利预测、估值与评级

我们预计23-25年收入分别+23%/+21%/+20%；归母净利分别+28%/+24%/+22%，对应归母净利分别132/164/200亿元；EPS为8.99/11.17/13.58元，公司股票现价对应PE估值分别为25.4/20.4/16.8倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；全国化外拓不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：228.29元

相关报告：

- 《泸州老窖公司点评：利润超预期兑现，确定性&成长性优选》，2023.4.28
- 《泸州老窖公司深度研究：如何看待老窖的竞争劣势？》，2023.3.28
- 《稳步控费提结构，利润超预期兑现-泸州老窖22Q3业绩点评》，2022.10.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,642	25,124	30,930	37,467	44,804
营业收入增长率	24.0%	21.7%	23.1%	21.1%	19.6%
归母净利润(百万元)	7,956	10,365	13,226	16,438	19,989
归母净利润增长率	32.5%	30.3%	27.6%	24.3%	21.6%
摊薄每股收益(元)	5.43	7.04	8.99	11.17	13.58
每股经营性现金流净额	5.26	5.61	9.45	11.28	13.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.4%	30.3%	33.5%	35.7%	37.0%
P/E	46.74	31.85	25.4	20.4	16.8
P/B	13.26	9.65	8.51	7.29	6.21

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	16,653	20,642	25,124	30,930	37,467	44,804
增长率		24.0%	21.7%	23.1%	21.1%	19.6%
主营业务成本	-2,823	-2,952	-3,370	-3,887	-4,428	-5,078
%销售收入	17.0%	14.3%	13.4%	12.6%	11.8%	11.3%
毛利	13,829	17,690	21,754	27,043	33,039	39,726
%销售收入	83.0%	85.7%	86.6%	87.4%	88.2%	88.7%
营业税金及附加	-2,224	-2,865	-3,524	-4,268	-5,096	-6,049
%销售收入	13.4%	13.9%	14.0%	13.8%	13.6%	13.5%
销售费用	-3,091	-3,599	-3,449	-4,021	-4,796	-5,645
%销售收入	18.6%	17.4%	13.7%	13.0%	12.8%	12.6%
管理费用	-844	-1,056	-1,162	-1,330	-1,574	-1,837
%销售收入	5.1%	5.1%	4.6%	4.3%	4.2%	4.1%
研发费用	-86	-138	-206	-254	-308	-368
%销售收入	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	7,585	10,032	13,413	17,170	21,267	25,827
%销售收入	45.5%	48.6%	53.4%	55.5%	56.8%	57.6%
财务费用	132	217	286	266	358	473
%销售收入	-0.8%	-1.1%	-1.1%	-0.9%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	0	81	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	6	-12	0	0	0
投资收益	201	202	105	157	220	264
%税前利润	2.5%	1.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%
营业利润	7,959	10,590	13,847	17,650	21,915	26,633
营业利润率	47.8%	51.3%	55.1%	57.1%	58.5%	59.4%
营业外收支	-20	-39	8	0	0	0
税前利润	7,939	10,551	13,855	17,650	21,915	26,633
利润率	47.7%	51.1%	55.1%	57.1%	58.5%	59.4%
所得税	-1,981	-2,614	-3,444	-4,388	-5,448	-6,621
所得税率	24.9%	24.8%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润	5,959	7,937	10,411	13,263	16,467	20,013
少数股东损益	-47	-18	45	36	29	23
归属于母公司的净利润	6,006	7,956	10,365	13,226	16,438	19,989
净利率	36.1%	38.5%	41.3%	42.8%	43.9%	44.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	5,959	7,937	10,411	13,263	16,467	20,013
少数股东损益	-47	-18	45	36	29	23
非现金支出	309	484	645	658	729	793
非经营收益	-187	-338	34	65	-188	-239
营运资金变动	-1,164	-384	-2,827	-75	-407	-584
经营活动现金净流	4,916	7,699	8,263	13,910	16,601	19,982
资本开支	-2,123	-1,976	-969	-920	-1,254	-1,256
投资	-80	-741	-952	-933	-460	-477
其他	29	38	47	157	220	264
投资活动现金净流	-2,174	-2,678	-1,874	-1,696	-1,494	-1,469
股权募资	10	8	670	0	0	0
债权募资	1,494	0	2,200	0	0	0
其他	-2,421	-3,191	-4,949	-8,060	-9,987	-12,118
筹资活动现金净流	-917	-3,183	-2,078	-8,060	-9,987	-12,118
现金净流量	1,816	1,834	4,326	4,154	5,120	6,395

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,625	13,513	17,758	21,903	27,017	33,408
应收款项	3,338	4,788	4,613	5,917	6,793	7,675
存货	4,696	7,278	9,841	10,117	11,646	13,496
其他流动资产	231	996	1,341	2,178	2,508	2,853
流动资产	19,890	26,575	33,552	40,115	47,964	57,433
%总资产	56.8%	61.5%	65.3%	68.9%	71.7%	74.5%
长期投资	2,825	2,990	3,843	3,977	4,117	4,264
固定资产	8,899	9,349	9,665	9,754	10,123	10,431
%总资产	25.4%	21.6%	18.8%	16.7%	15.1%	13.5%
无形资产	2,659	2,608	3,084	3,239	3,393	3,544
非流动资产	15,120	16,636	17,834	18,148	18,923	19,653
%总资产	43.2%	38.5%	34.7%	31.1%	28.3%	25.5%
资产总计	35,009	43,212	51,385	58,263	66,887	77,085
短期借款	72	86	82	82	82	82
应付款项	3,227	3,073	3,514	3,133	3,331	3,688
其他流动负债	4,448	7,788	7,056	8,981	10,790	12,597
流动负债	7,748	10,947	10,652	12,195	14,203	16,367
长期贷款	0	0	3,180	3,180	3,180	3,180
其他长期负债	4,080	4,128	3,225	3,233	3,245	3,261
负债	11,827	15,075	17,057	18,608	20,627	22,807
普通股股东权益	23,075	28,040	34,208	39,498	46,074	54,069
其中：股本	1,465	1,465	1,472	1,472	1,472	1,472
未分配利润	16,237	21,188	26,772	32,063	38,638	46,634
少数股东权益	107	97	121	157	186	209
负债股东权益合计	35,009	43,212	51,385	58,263	66,887	77,085

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	4.100	5.431	7.042	8.985	11.167	13.580
每股净资产	15.753	19.143	23.241	26.833	31.300	36.732
每股经营现金净流	3.356	5.256	5.614	9.451	11.279	13.576
每股股利	2.051	3.244	4.225	5.392	6.701	8.148
回报率						
净资产收益率	26.03%	28.37%	30.30%	33.49%	35.68%	36.97%
总资产收益率	17.15%	18.41%	20.17%	22.70%	24.58%	25.93%
投入资本收益率	20.85%	23.38%	24.73%	27.99%	30.31%	31.94%
增长率						
主营业务收入增长率	5.28%	23.96%	21.71%	23.11%	21.14%	19.58%
EBIT 增长率	33.33%	32.26%	33.70%	28.01%	23.86%	21.44%
净利润增长率	29.38%	32.47%	30.29%	27.60%	24.28%	21.61%
总资产增长率	21.06%	23.43%	18.92%	13.38%	14.80%	15.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	538.9	740.1	927.2	950.0	960.0	970.0
应付账款周转天数	289.1	310.6	256.3	230.0	210.0	200.0
固定资产周转天数	151.0	143.0	128.7	111.5	94.6	80.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.63%	-36.05%	-36.63%	-44.18%	-49.62%	-54.67%
EBIT 利息保障倍数	-57.3	-46.3	-46.8	-64.6	-59.4	-54.6
资产负债率	33.78%	34.89%	33.19%	31.94%	30.84%	29.59%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

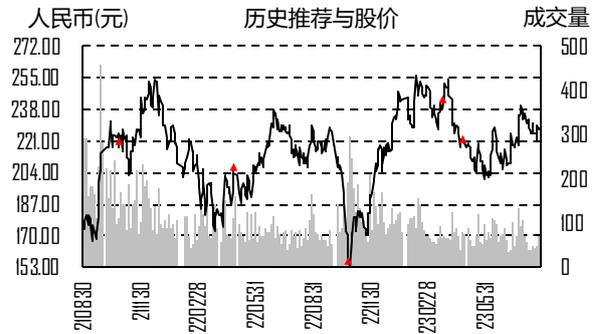
1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-29	买入	227.29	N/A
2	2022-03-12	买入	205.60	N/A
3	2022-04-28	买入	201.73	N/A
4	2022-08-28	买入	223.27	N/A
5	2022-10-16	买入	212.22	N/A
6	2022-10-28	买入	159.30	N/A
7	2023-03-28	买入	242.19	304.34~304.34
8	2023-04-28	买入	225.54	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究