

泸州老窖 (000568)

2023 年中报点评: Q2 收入超预期, 国窖下沉扩市场

买入 (维持)

2023 年 08 月 29 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001
wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	25,124	30,651	36,903	43,989
同比	22%	22%	20%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	10,365	12,788	15,494	18,653
同比	30%	23%	21%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	7.04	8.69	10.53	12.67
P/E (现价&最新股本摊薄)	32.42	26.28	21.69	18.02

关键词: #业绩超预期

投资要点

- **事件:** 23H1 营收 145.93 亿元/同比+25.11%, 归母净利润 70.90 亿元/同比+28.17%。单 Q2 营收 69.83 亿元/同比+30.5%, 归母净利润 33.78 亿元/同比+27.2%。保持高速增长。
- **国窖高增, 中档酒有所放缓。** H1 中高档酒 129.9 亿元/同比+25%, 量价分别同比-3%/+29%, 其中国窖系列保持高增, 我们预计同比增长 30%+, Q2 高度恢复较快增速, 主要系百城计划稳步推进, 国窖持续开拓下沉市场; 老字号特曲面对高基数&H1 受价格波动增速有所放缓, 60 版预计保持 30-40%的高增。其它酒类 15.21 亿元/同比+29%, 量价分别同比+21%/+7%, 去年头二曲处于调整阶段基数较低, 今年实现较好的恢复。
- **毛利率持续提升, 市场费用投放亦有所增加。** H1 销售净利率 48.8%/同比+0.1pct, 其中毛利率同比+2.4pct 至 88.35%, 销售费用率/管理费用率分别为 10%/4%, 同比-0.4/-1.1pct。单 Q2 销售毛利率 88.63%, 同比+3pct, 税金率/销售费用率和管理费用率为 9.5%/11%/4.7%, 同比+2.2pct/+1pct/-1pct, 净利率 48.69%/同比-1.45pct。整体来看毛利率提升主要系产品结构提升带动, 销售费用率提升主要系公司加大促销活动 (如扫码红包、餐饮赠饮等), 税金率系季度间波动影响, 整体预计稳定。
- **市场操作游刃有余, 全年目标有序推进。** 公司在产品结构&费用投放&价格库存管控&控货节奏上都恰到好处; H1 春雷行动成效显著, 经销商进出均衡总体稳定, 下半年将强化营销攻坚, 坚守市场健康良性, 保持合理库存和量价的主动性, 仍有较强内生发展动力, 完成年初目标确定性较强。
- **盈利预测与投资评级:** 公司聚焦“双品牌、三品系、大单品”, 良性发展动力充足, 我们维持 23-25 年归母净利润为 128、155、187 亿元, 分别同比+23%、21%、20%, 当前市值对应 PE 为 26/22/18 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费复苏不及预期、行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	228.29
一年最低/最高价	155.18/265.98
市净率(倍)	9.58
流通 A 股市值(百万元)	334,335.08
总市值(百万元)	336,040.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	23.84
资产负债率(% ,LF)	42.72
总股本(百万股)	1,471.99
流通 A 股(百万股)	1,464.52

相关研究

《泸州老窖(000568): 22 年报及 23Q1 业绩点评: 23 年优质开局, 高质增长可期》

2023-04-29

《泸州老窖(000568): 2022 年三季报点评: Q3 业绩表现亮眼, 净利率提升》

2022-10-28

泸州老窖三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	33,552	44,588	59,476	77,613	营业总收入	25,124	30,651	36,903	43,989
货币资金及交易性金融资产	18,831	31,368	43,787	59,090	营业成本(含金融类)	3,370	4,010	4,691	5,489
经营性应收款项	4,704	6,233	7,501	8,939	税金及附加	3,524	4,291	5,166	6,158
存货	9,841	6,591	7,712	9,023	销售费用	3,449	4,444	5,536	6,598
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,162	1,597	1,808	2,111
其他流动资产	176	396	475	561	研发费用	206	205	203	286
非流动资产	17,834	19,305	20,480	21,616	财务费用	(286)	(510)	(803)	(1,130)
长期股权投资	2,668	2,668	2,668	2,668	加:其他收益	37	61	81	83
固定资产及使用权资产	8,896	9,343	9,579	9,616	投资净收益	105	307	240	264
在建工程	809	1,309	1,509	1,444	公允价值变动	(12)	0	0	0
无形资产	3,083	3,608	4,347	5,510	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	20	0	(1)	25
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	13,847	16,982	20,622	24,847
其他非流动资产	2,377	2,377	2,377	2,377	营业外净收支	8	2	4	4
资产总计	51,385	63,893	79,956	99,229	利润总额	13,855	16,983	20,626	24,851
流动负债	10,652	11,596	13,613	15,948	减:所得税	3,444	4,169	5,101	6,161
短期借款及一年内到期的非流动负债	82	82	82	82	净利润	10,411	12,814	15,525	18,690
经营性应付款项	2,312	3,717	4,348	5,088	减:少数股东损益	45	26	31	37
合同负债	2,566	2,406	2,815	3,293	归属母公司净利润	10,365	12,788	15,494	18,653
其他流动负债	5,692	5,392	6,368	7,485	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.04	8.69	10.53	12.67
非流动负债	6,405	6,405	6,405	6,405	EBIT	13,448	16,104	19,499	23,346
长期借款	3,180	3,180	3,180	3,180	EBITDA	14,092	16,755	20,187	24,084
应付债券	2,996	2,996	2,996	2,996	毛利率(%)	86.59	86.92	87.29	87.52
租赁负债	29	29	29	29	归母净利率(%)	41.26	41.72	41.98	42.40
其他非流动负债	200	200	200	200	收入增长率(%)	21.71	22.00	20.40	19.20
负债合计	17,057	18,001	20,017	22,352	归母净利润增长率(%)	30.29	23.38	21.16	20.39
归属母公司股东权益	34,208	45,745	59,761	76,662					
少数股东权益	121	147	178	215					
所有者权益合计	34,329	45,892	59,938	76,877					
负债和股东权益	51,385	63,893	79,956	99,229					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,263	15,603	15,519	18,636	每股净资产(元)	23.24	31.08	40.41	51.84
投资活动现金流	(1,874)	(1,815)	(1,621)	(1,581)	最新发行在外股份(百万股)	1,472	1,472	1,472	1,472
筹资活动现金流	(2,078)	(1,251)	(1,478)	(1,752)	ROIC(%)	27.73	26.19	24.79	23.51
现金净增加额	4,326	12,537	12,420	15,303	ROE-摊薄(%)	30.30	27.96	25.93	24.33
折旧和摊销	644	652	688	738	资产负债率(%)	33.19	28.17	25.04	22.53
资本开支	(969)	(2,122)	(1,861)	(1,845)	P/E (现价&最新股本摊薄)	32.42	26.28	21.69	18.02
营运资本变动	(2,827)	2,964	(1,348)	(1,531)	P/B (现价)	9.82	7.35	5.65	4.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>