

# 泸州老窖 (000568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 利润超预期兑现, 确定性&成长性优选

### 业绩简评

4月28日, 公司披露22年年报&23年一季报。1) 22年实现营收251.2亿元, 同比+21.7%; 归母净利103.7亿元, 同比+30.3%。2) 23Q1实现营收76.1亿元, 同比+20.6%; 归母净利37.1亿元, 同比+29.1%, 超市场20-25%的预期。

### 经营分析

**公司产品结构持续上移。**1) 22年中高档酒/其他酒类分别营收221.3/26.3亿, 同比+20%/+31%; 销量分别+17%/+7%, 吨价分别+3%/+23%, 带动毛利率分别+0.7pct/+8.1pct至91.1%/53.2%, 整体毛利率+0.9pct。其中销售口国窖近200亿(增速15~20%, 低度相对更快), 特曲60亿+(增速40%+), 窖龄20亿+, 黑盖约1亿。2) 23Q1毛利率+1.7pct, 预计主要由国窖贡献(去年节后国窖提价), 带动结构持续向上, 预计国窖增速15%+, 特曲/窖龄30%+, 高质量兑现营收增速15%的规划目标。

**从业绩质量来看:**1) 22年归母净利兑现30%增速, 归母净利率+2.7pct至41.3%。其中销售费用率-3.7pct, 主要系促销费同比-37%(规模-4.3亿), 广宣费增幅6%亦低于营收增速(线下广告费同比-0.3%)。2) 23Q1归母净利率+3.2pct至48.8%, 除毛利率+1.7pct外, 销售费用率/管理费用率分别-1.6pct/-1.1pct, 费用率持续优化; 营业税金及附加占比+1.9pct。3) 23Q1末合同负债环比-8.4亿(22Q1环比-17.5亿), 考虑合同负债后营收+48%, Q2春雷行动下回款加速可期。4) 23Q1销售收现同比+7.3%, 预计系回款方式的影响, 23Q1末应收款项融资同比+63%至43亿。

公司的竞争优势在于完备的SKU架构+灵活精妙的渠道运作+深谙行业范式的管理层及配套制度, 驱动公司持续推进全国化进程, 22年亿元以上规模的市场已达52个。Q2起公司对高低度国窖、老字号特曲等推出扫码红包活动促动销, 看好公司势能在景气逐步恢复下进一步释放。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计23-25年收入增速为23.8%/21.1%/19.6%; 归母净利增速为28.4%/24.3%/21.6%, 对应归母净利为133/165/201亿元; EPS为9.04/11.23/13.66元, 公司股票现价对应PE估值为25.0/20.1/16.6倍, 维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济承压风险; 政策风险; 食品安全风险。

食品饮料组

分析师: 刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

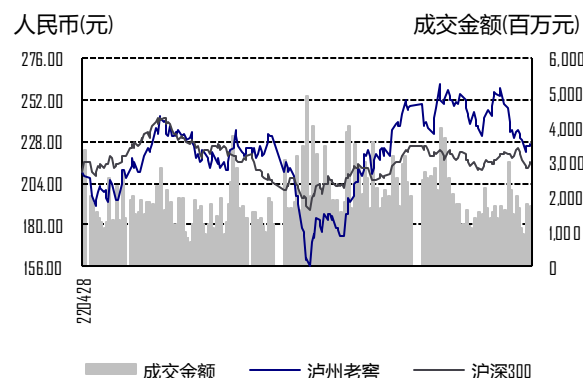
联系人: 叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 226.24元

相关报告:

- 《泸州老窖公司深度研究: 如何看待老窖的竞争优势? 》, 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
- 《业绩稳中向好, 逆势中坚若磐石-泸州老窖22Q3业绩预告点评》, 2022.10.16



### 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	31,103	37,671	45,040
营业收入增长率	24.0%	21.7%	23.8%	21.1%	19.6%
归母净利润(百万元)	7,956	10,365	13,307	16,535	20,104
归母净利润增长率	32.5%	30.3%	28.4%	24.3%	21.6%
摊薄每股收益(元)	5.43	7.04	9.04	11.23	13.66
每股经营性现金流净额	5.26	5.61	9.50	11.35	13.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.4%	30.3%	33.7%	35.8%	37.1%
P/E	46.74	31.85	25.0	20.1	16.6
P/B	13.26	9.65	8.42	7.22	6.15

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>16,653</b>	<b>20,642</b>	<b>25,124</b>	<b>31,103</b>	<b>37,671</b>	<b>45,040</b>	货币资金	11,625	13,513	17,758	21,934	27,088	33,527	
增长率	24.0%	21.7%	23.8%	21.1%	19.6%		应收款项	3,338	4,788	4,613	5,950	6,830	7,716	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,823</b>	<b>-2,952</b>	<b>-3,370</b>	<b>-3,897</b>	<b>-4,439</b>	<b>-5,091</b>	存货	4,696	7,278	9,841	10,144	11,676	13,530	
%销售收入	17.0%	14.3%	13.4%	12.5%	11.8%	11.3%	其他流动资产	231	996	1,341	2,179	2,508	2,854	
<b>毛利</b>	<b>13,829</b>	<b>17,690</b>	<b>21,754</b>	<b>27,206</b>	<b>33,231</b>	<b>39,949</b>	流动资产	19,890	26,575	33,552	40,207	48,103	57,627	
%销售收入	83.0%	85.7%	86.6%	87.5%	88.2%	88.7%	%总资产	56.8%	61.5%	65.3%	68.9%	71.8%	74.6%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2,224</b>	<b>-2,865</b>	<b>-3,524</b>	<b>-4,292</b>	<b>-5,123</b>	<b>-6,080</b>	长期投资	2,825	2,990	3,843	3,977	4,117	4,264	
%销售收入	13.4%	13.9%	14.0%	13.8%	13.6%	13.5%	固定资产	8,899	9,349	9,665	9,754	10,123	10,431	
<b>销售费用</b>	<b>-3,091</b>	<b>-3,599</b>	<b>-3,449</b>	<b>-4,043</b>	<b>-4,822</b>	<b>-5,675</b>	%总资产	25.4%	21.6%	18.8%	16.7%	15.1%	13.5%	
%销售收入	18.6%	17.4%	13.7%	13.0%	12.8%	12.6%	无形资产	2,659	2,608	3,084	3,239	3,393	3,544	
<b>管理费用</b>	<b>-844</b>	<b>-1,056</b>	<b>-1,162</b>	<b>-1,337</b>	<b>-1,582</b>	<b>-1,847</b>	非流动资产	15,120	16,636	17,834	18,148	18,923	19,653	
%销售收入	5.1%	5.1%	4.6%	4.3%	4.2%	4.1%	%总资产	43.2%	38.5%	34.7%	31.1%	28.2%	25.4%	
<b>研发费用</b>	<b>-86</b>	<b>-138</b>	<b>-206</b>	<b>-255</b>	<b>-309</b>	<b>-370</b>	<b>资产总计</b>	<b>35,009</b>	<b>43,212</b>	<b>51,385</b>	<b>58,355</b>	<b>67,026</b>	<b>77,279</b>	
%销售收入	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	短期借款	72	86	82	82	82	82	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>7,585</b>	<b>10,032</b>	<b>13,413</b>	<b>17,277</b>	<b>21,395</b>	<b>25,977</b>	应付款项	3,227	3,073	3,514	3,143	3,341	3,699	
%销售收入	45.5%	48.6%	53.4%	55.5%	56.8%	57.7%	其他流动负债	4,448	7,788	7,056	9,030	10,848	12,663	
<b>财务费用</b>	<b>132</b>	<b>217</b>	<b>286</b>	<b>266</b>	<b>359</b>	<b>475</b>	流动负债	7,748	10,947	10,652	12,255	14,271	16,444	
%销售收入	-0.8%	-1.1%	-1.1%	-0.9%	-1.0%	-1.1%	长期贷款	0	0	3,180	3,180	3,180	3,180	
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>81</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	4,080	4,128	3,225	3,233	3,245	3,261	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	11,827	15,075	17,057	18,667	20,695	22,884	
<b>投资收益</b>	<b>201</b>	<b>202</b>	<b>105</b>	<b>157</b>	<b>220</b>	<b>264</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>23,075</b>	<b>28,040</b>	<b>34,208</b>	<b>39,531</b>	<b>46,145</b>	<b>54,186</b>	
%税前利润	2.5%	1.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	其中：股本	1,465	1,465	1,472	1,472	1,472	1,472	
<b>营业利润</b>	<b>7,959</b>	<b>10,590</b>	<b>13,847</b>	<b>17,758</b>	<b>22,044</b>	<b>26,786</b>	未分配利润	16,237	21,188	26,772	32,095	38,709	46,751	
营业利润率	47.8%	51.3%	55.1%	57.1%	58.5%	59.5%	少数股东权益	107	97	121	157	186	209	
<b>营业外收支</b>	<b>-20</b>	<b>-39</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>35,009</b>	<b>43,212</b>	<b>51,385</b>	<b>58,355</b>	<b>67,026</b>	<b>77,279</b>	
<b>税前利润</b>	<b>7,939</b>	<b>10,551</b>	<b>13,855</b>	<b>17,758</b>	<b>22,044</b>	<b>26,786</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	47.7%	51.1%	55.1%	57.1%	58.5%	59.5%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-1,981</b>	<b>-2,614</b>	<b>-3,444</b>	<b>-4,414</b>	<b>-5,480</b>	<b>-6,659</b>	每股收益	4.100	5.431	7.042	9.040	11.233	13.658	
所得税率	24.9%	24.8%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%	每股净资产	15.753	19.143	23.241	26.855	31.349	36.812	
<b>净利润</b>	<b>5,959</b>	<b>7,937</b>	<b>10,411</b>	<b>13,343</b>	<b>16,564</b>	<b>20,127</b>	每股经营现金净流	3.356	5.256	5.614	9.505	11.346	13.655	
少数股东损益	-47	-18	45	36	29	23	每股股利	2.051	3.244	4.225	5.425	6.740	8.195	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>6,006</b>	<b>7,956</b>	<b>10,365</b>	<b>13,307</b>	<b>16,535</b>	<b>20,104</b>	<b>回报率</b>							
净利率	36.1%	38.5%	41.3%	42.8%	43.9%	44.6%	净资产收益率	26.03%	28.37%	30.30%	33.66%	35.83%	37.10%	
							总资产收益率	17.15%	18.41%	20.17%	22.80%	24.67%	26.01%	
							投入资本收益率	20.85%	23.38%	24.73%	28.14%	30.45%	32.07%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	5.28%	23.96%	21.71%	23.80%	21.12%	19.56%	
							EBIT增长率	33.33%	32.26%	33.70%	28.81%	23.83%	21.42%	
							净利润增长率	29.38%	32.47%	30.29%	28.38%	24.25%	21.58%	
							总资产增长率	21.06%	23.43%	18.92%	13.56%	14.86%	15.30%	
							<b>资产管理能力</b>							
							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	110.8	94.1	80.4	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-32.63%	-36.05%	-36.63%	-44.22%	-49.70%	-54.77%	
							EBIT利息保障倍数	-57.3	-46.3	-46.8	-64.9	-59.6	-54.7	
							资产负债率	33.78%	34.89%	33.19%	31.99%	30.88%	29.61%	

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

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	2021-08-29	买入	169.38	N/A
2	2021-10-29	买入	227.29	N/A
3	2022-03-12	买入	205.60	N/A
4	2022-04-28	买入	201.73	N/A
5	2022-08-28	买入	223.27	N/A
6	2022-10-16	买入	212.22	N/A
7	2022-10-28	买入	159.30	N/A
8	2023-03-28	买入	242.19	304.34~304.34

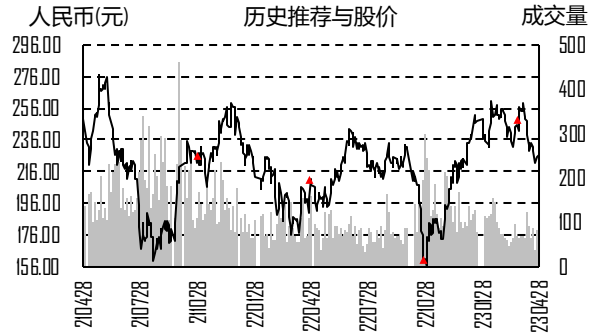
来源：国金证券研究所

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



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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402