

000568.SZ
买入

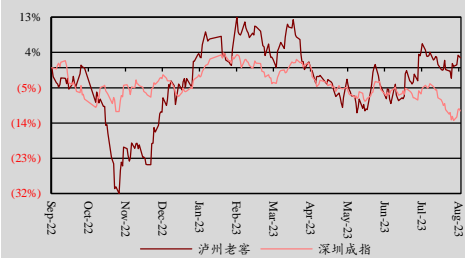
原评级: 买入

市场价格: 人民币 232.30

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 泸州老窖 2023 年半年报业绩点评

股价表现


(%)	今年 1 至今	3 个月	12 个月	
绝对	5.7	(3.7)	13.9	(0.8)
相对深圳成指	11.9	3.2	17.3	11.0

发行股数 (百万)	1,471.99
流通股 (百万)	1,464.52
总市值 (人民币 百万)	341,942.76
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,383.32
主要股东	
泸州老窖集团有限责任公司	25.89

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 8 月 31 日收市价为标准

相关研究报告

- 《泸州老窖》20230708
- 《泸州老窖》20230504
- 《泸州老窖》20221101

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

泸州老窖

积极进攻, 节奏得当, 2 季度业绩表现亮眼

泸州老窖公布 2023 年半年报业绩。1H23 公司实现营收 145.9 亿元, 同比增 25.1%, 归母净利润 70.9 亿元, 同比增 28.2%, 其中 2Q23 营收及归母净利润分别为 69.8 亿元、33.8 亿元, 同比分别增 30.5%、27.2%。公司对销售节奏把控得当, 2 季度业绩表现亮丽, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 1H23 高档酒占比提升, 部分产品提价, 中高档酒产品均价升幅较大。1H23 公司中高档酒类实现营收 129.9 亿元, 同比增 25.2%, 分量价来看, 销量同比降 3.0%, 吨价同比增 29.1%, 中高档酒类吨价提升明显, 我们判断主要有两方面原因: (1) 中档酒特曲、窖龄去年同期基数较高, 叠加外部消费环境疲软, 2 季度公司对中档酒进行了控量挺价, 中档酒销量出现下滑。(2) 23 年春节之后, 公司实施积极性进攻策略, 线下活动恢复有利于发挥销售团队能力, 公司销售策略围绕动销展开, 经销商库存属于可控范围, 春雷行动加快回款进度。公司于今年 4 月份对 38 度国窖 1573 执行五码合一, 同时上调经销商结算价 30 元/瓶。我们判断 1H23 高度国窖 1573 占比提升, 低度结算价上调, 整体销量稳步增长, 营收增速高于平均增速。1H23 公司其他酒类营收 15.2 亿元, 同比增 29.2%, 销量及吨价同比分别增 21.2%、6.6%。
- 2Q23 公司归母净利率同比降 1.3pct 至 48.4%, 但仍维持历史高位水平。毛利率表现亮眼。2Q23 毛利率同比提升 3.3pct 至 88.6%, 主要系产品结构提升, 高端酒国窖 1573 为主要贡献。2 季度公司对渠道进行梳理, 费用投放偏向于终端及消费者, 2Q23 公司销售费用率同比增 1.0pct 至 11.1%。管理费用率 4.2%, 同比降 0.8pct。税金及附加比率同比提升 2.2pct 至 9.4%, 所得税率同比提升 2.5pct 至 25.7%。综上, 公司净利率同比降 1.3pct 至 48.4%, 仍处于历史较高水平。
- 公司高管和销售团队优秀稳定, 综合竞争实力稳步提升, 全国化进程有序推进。公司管理层均为一线销售出身, 市场敏感度高, 在外部环境疲软背景下可有效把控销售节奏, 保证良性动销。十四五期间, 公司实在供应链、管理、营销、运营、文化建设等方面都得到了均衡发展, 销售团队跟随公司的发展在策划能力和执行能力上都有了很大的提升, 未来公司将成体系的开拓市场, 全国市场将由广度覆盖转变为深度覆盖。

估值

- 公司品牌势能不断提升, 全国化进程有序推进, 销售费用率逐年降低, 盈利能力仍有提升空间。当前公司管理层稳定, 高管利益与公司深度绑定, 业绩释放动力强。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 8.78、10.90、13.35 元/股, 同比增 24.6%、24.2%、22.5%, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 普茅、普五价格波动。渠道库存超预期。经济恢复不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	20,642	25,124	30,977	37,477	45,175
增长率(%)	24.0	21.7	23.3	21.0	20.5
EBITDA(人民币 百万)	10,678	14,073	17,932	22,089	26,935
归母净利润(人民币 百万)	7,956	10,365	12,917	16,041	19,645
增长率(%)	32.5	30.3	24.6	24.2	22.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	5.40	7.04	8.78	10.90	13.35
市盈率(倍)	43.0	33.0	26.5	21.3	17.4
市净率(倍)	12.2	10.0	8.3	6.9	5.7
EV/EBITDA(倍)	33.9	22.7	18.0	14.2	11.3
每股股息(人民币)	3.2	3.3	4.1	5.1	6.3
股息率(%)	1.3	1.5	1.8	2.2	2.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2023 年半年报业绩概览

(人民币, 百万元)	2Q22	2Q23	同比 (%)	1H22	1H23	同比 (%)
营业收入	5,352	6,983	30.5	11,664	14,593	25.1
营业成本	786	794	1.0	1,642	1,700	3.5
毛利率(%)	85.3	88.6	3.3	85.9	88.3	2.4
毛利	4,567	6,189	35.5	10,022	12,893	28.6
税金及附加	388	660	70.0	1,046	1,594	52.4
销售费用	541	772	42.7	1,214	1,463	20.5
管理费用	266	291	9.1	543	540	(0.5)
研发费用	45	37	(17.6)	74	63	(15.5)
财务费用	(75)	(90)	20.5	(127)	(126)	(0.9)
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	1	13	1,318.9	6	33	459.1
投资收益	62	26	(57.7)	57	85	47.9
营业利润	3,489	4,574	31.1	7,365	9,499	29.0
营业利润率(%)	65.2	65.5	0.3	63.1	65.1	2.0
营业外收入	7	9	31.5	11	14	30.0
营业外支出	2	7	280.8	2	7	257.8
利润总额	3,494	4,577	31.0	7,375	9,507	28.9
所得税	811	1,177	45.2	1,800	2,385	32.5
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	24	26	2.2	25	25	0.7
少数股东权益	27	22	(19.2)	43	31	(27.0)
归属于母公司净利润	2,656	3,378	27.2	5,532	7,090	28.2
净利率(%)	49.6	48.4	(1.3)	47.4	48.6	1.2
EPS (元/股)	1.80	2.29	27.2	3.76	4.82	28.2

资料来源：同花顺，中银证券

注：毛利率、营业利润率、所得税率、归母净利率同比单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,642	25,124	30,977	37,477	45,175
营业收入	20,642	25,124	30,977	37,477	45,175
营业成本	2,952	3,370	3,702	4,039	4,429
营业税金及附加	2,865	3,524	4,182	5,059	6,099
销售费用	3,599	3,449	4,275	5,172	6,234
管理费用	1,056	1,162	1,413	1,686	2,033
研发费用	138	206	186	187	226
财务费用	(217)	(286)	(69)	(197)	(271)
其他收益	52	37	48	48	48
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	81	(1)	2	2	2
资产处置收益	0	20	20	20	20
公允价值变动收益	6	(12)	0	0	0
投资收益	202	105	200	200	200
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	10,590	13,847	17,559	21,800	26,695
营业外收入	27	28	28	28	28
营业外支出	67	20	45	45	45
利润总额	10,551	13,855	17,542	21,783	26,678
所得税	2,614	3,444	4,361	5,415	6,632
净利润	7,937	10,411	13,181	16,368	20,046
少数股东损益	(18)	45	264	327	401
归母净利润	7,956	10,365	12,917	16,041	19,645
EBITDA	10,678	14,073	17,932	22,089	26,935
EPS(最新股本摊薄, 元)	5.40	7.04	8.78	10.90	13.35

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	26,575	33,552	37,968	50,712	62,612
货币资金	13,513	17,758	21,646	31,801	41,391
应收账款	2	6	3	8	6
应收票据	0	0	0	0	0
存货	7,278	9,841	8,967	11,551	10,952
预付账款	178	114	207	143	241
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	5,605	5,833	7,145	7,208	10,024
非流动资产	16,636	17,834	17,445	16,788	16,138
长期投资	2,990	3,804	3,804	3,804	3,804
固定资产	8,089	8,856	8,808	8,499	8,056
无形资产	2,606	3,083	3,003	2,922	2,841
其他长期资产	2,951	2,090	1,830	1,563	1,436
资产合计	43,212	51,385	55,413	67,500	78,750
流动负债	10,947	10,652	10,380	13,905	14,249
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,420	2,312	2,887	2,784	3,436
其他流动负债	8,527	8,340	7,493	11,120	10,813
非流动负债	4,128	6,405	3,613	3,370	3,491
长期借款	0	3,180	0	0	0
其他长期负债	4,128	3,225	3,613	3,370	3,491
负债合计	15,075	17,057	13,993	17,275	17,740
股本	1,465	1,472	1,472	1,472	1,472
少数股东权益	97	121	385	712	1,113
归属母公司股东权益	28,040	34,208	41,035	49,514	59,897
负债和股东权益合计	43,212	51,385	55,413	67,500	78,750

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	7,937	10,411	13,181	16,368	20,046
折旧摊销	565	661	710	753	779
营运资金变动	(905)	(2,656)	(1,846)	932	(1,965)
其他	102	(154)	(378)	(421)	(489)
经营活动现金流	7,699	8,263	11,667	17,632	18,371
资本支出	(1,979)	(1,035)	(331)	(131)	(131)
投资变动	(865)	(1,232)	1,053	39	0
其他	167	394	220	220	220
投资活动现金流	(2,678)	(1,874)	942	128	89
银行借款	0	3,180	(3,180)	0	0
股权融资	(3,457)	(4,550)	(6,090)	(7,562)	(9,261)
其他	274	(708)	549	(43)	391
筹资活动现金流	(3,183)	(2,078)	(8,721)	(7,605)	(8,870)
净现金流	1,838	4,310	3,888	10,156	9,589

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	24.0	21.7	23.3	21.0	20.5
营业利润增长率(%)	33.1	30.7	26.8	24.2	22.5
归属于母公司净利润增长率(%)	32.5	30.3	24.6	24.2	22.5
息税前利润增长率(%)	33.3	32.6	28.4	23.9	22.6
息税折旧前利润增长率(%)	35.3	31.8	27.4	23.2	21.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	32.5	30.3	24.6	24.2	22.5
获利能力					
息税前利润率(%)	49.0	53.4	55.6	56.9	57.9
营业利润率(%)	51.3	55.1	56.7	58.2	59.1
毛利率(%)	85.7	86.6	88.0	89.2	90.2
归母净利润率(%)	38.5	41.3	41.7	42.8	43.5
ROE(%)	28.4	30.3	31.5	32.4	32.8
ROIC(%)	41.0	41.9	56.5	75.9	87.1
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
净负债权益比	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(0.6)
流动比率	2.4	3.1	3.7	3.6	4.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	13,164.3	6,639.7	6,639.7	6,639.7	6,639.7
应付账款周转率	8.2	10.6	11.9	13.2	14.5
费用率					
销售费用率(%)	17.4	13.7	13.8	13.8	13.8
管理费用率(%)	5.1	4.6	4.6	4.5	4.5
研发费用率(%)	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
财务费用率(%)	(1.1)	(1.1)	(0.2)	(0.5)	(0.6)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.4	7.0	8.8	10.9	13.3
每股经营现金流(最新摊薄)	5.2	5.6	7.9	12.0	12.5
每股净资产(最新摊薄)	19.0	23.2	27.9	33.6	40.7
每股股息	3.2	3.3	4.1	5.1	6.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	43.0	33.0	26.5	21.3	17.4
P/B(最新摊薄)	12.2	10.0	8.3	6.9	5.7
EV/EBITDA	33.9	22.7	18.0	14.2	11.3
价格/现金流(倍)	44.4	41.4	29.3	19.4	18.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371