

泸州老窖 (000568.SZ) 强化渠道竞争优势，中报逆势高增

2023年09月04日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790122020008

日期	2023/9/1
当前股价(元)	237.80
一年最高最低(元)	265.98/155.18
总市值(亿元)	3,500.39
流通市值(亿元)	3,482.63
总股本(亿股)	14.72
流通股本(亿股)	14.65
近3个月换手率(%)	26.08

● 加强渠道和产品竞争力，业绩增长势能强劲，维持“买入”评级

泸州老窖 2023 年上半年营收 145.9 亿元、同比+25.1%，归母净利润 70.9 亿元、同比+28.2%。2023Q2 营收 69.8 亿元、同比+30.5%，归母净利润 33.8 亿元、同比+27.2%。收入业绩高速增长，我们维持 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 134.9 亿元、163.4 亿元、195.8 亿元，同比分别+30.1%、+21.2%、+19.8%，EPS 分别为 9.16、11.10、13.30 元，当前股价对应 PE 分别为 26.0、21.4、17.9 倍。虽然面临较为激烈的竞争环境，但公司具有丰富的产品结构，完善的分利机制和业内竞争力强的销售团队，逆势完成目标确定性强，维持“买入”评级。

● 中高端吨价提升拉动收入增长

2023 年上半年中高档产品收入 129.9 亿元，同比+25.2%，销量同比-3.0%至 1.7 万吨，吨酒价同比+29.1%至 76.7 万元/吨，毛利率+2.12%至 92.49%。吨价大幅增长主要原因是销售公司结算价格提升，另外特曲等次高端产品放量，中档产品结构有提升。其他酒产品收入 15.2 亿元，同比+29.2%，其中销量同比+21.2%至 2.6 万吨，吨酒价同比+6.6%至 5.4 万元/吨，毛利率+5.05%至 54.36%。其他产品精简产品线，重点布局高线光瓶等纯粮产品，产品结构有明显提升。

● 预收款和现金流表现良好

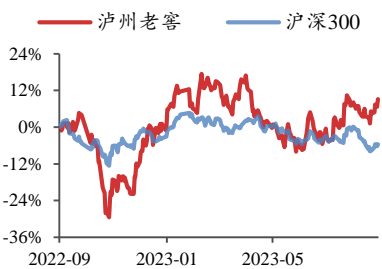
2023 年 Q2 合同负债 19.3 亿元，环比 Q1+2.1 亿元。2023 年 Q2 销售商品、提供劳务收到的现金为 95.4 亿元，同比+25.8%，与收入增速基本符合。

● 吨价大幅提升，毛利率大幅增强

受益于吨价提升和产品结构升级，2023 年 Q2 毛利率+3.31pct 至 88.63%，2023 年 Q2 税金及附加/销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比 +2.20pct/+0.95pct/-0.82pct/-0.31pct/+0.10pct。税金缴纳节奏影响较大，净利率 -1.44pct 至 48.69%。但展望全年来看，2023 年毛利率大幅提升趋势下，净利率整体或也呈提升趋势。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《营收高速增长，利润加速释放——公司信息更新报告》-2023.5.4

《双品牌齐驱并进，老窖迈向复兴征程——公司首次覆盖报告》-2023.3.9

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,642	25,124	31,064	37,335	44,280
YOY(%)	24.0	21.7	23.6	20.2	18.6
归母净利润(百万元)	7,956	10,365	13,487	16,342	19,578
YOY(%)	32.5	30.3	30.1	21.2	19.8
毛利率(%)	85.7	86.6	87.8	88.1	88.2
净利率(%)	38.5	41.4	43.6	44.0	44.4
ROE(%)	28.2	30.3	32.5	30.4	28.4
EPS(摊薄/元)	5.40	7.04	9.16	11.10	13.30
P/E(倍)	44.0	33.8	26.0	21.4	17.9
P/B(倍)	12.5	10.2	8.4	6.5	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	26575	33552	39046	48685	60761
现金	13513	17758	23522	29573	41039
应收票据及应收账款	2	6	3	8	6
其他应收款	29	23	41	36	55
预付账款	178	114	247	187	328
存货	7278	9841	9423	13071	13523
其他流动资产	5576	5810	5810	5810	5810
非流动资产	16636	17834	20739	23909	27198
长期投资	2627	2668	2828	2989	3150
固定资产	8091	8859	10253	11999	14140
无形资产	2606	3083	3583	4183	4884
其他非流动资产	3313	3224	4075	4738	5024
资产总计	43212	51385	59785	72595	87958
流动负债	10947	10652	12344	13405	14344
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2420	2312	3013	3205	4147
其他流动负债	8527	8340	9330	10201	10197
非流动负债	4128	6405	5786	5209	4495
长期借款	3991	6176	5557	4980	4266
其他非流动负债	137	229	229	229	229
负债合计	15075	17057	18130	18614	18839
少数股东权益	97	121	180	251	336
股本	1465	1472	1472	1472	1472
资本公积	3755	4800	4800	4800	4800
留存收益	22653	28244	34342	41534	49848
归属母公司股东权益	28040	34208	41476	53730	68783
负债和股东权益	43212	51385	59785	72595	87958

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7699	8263	14247	13734	19718
净利润	7937	10411	13545	16413	19664
折旧摊销	552	629	676	827	1013
财务费用	-217	-286	-483	-640	-931
投资损失	-202	-105	-133	-129	-129
营运资金变动	-384	-2827	630	-2764	60
其他经营现金流	13	441	12	26	41
投资活动现金流	-2678	-1874	-3436	-3860	-4164
资本支出	1979	1035	3421	3837	4141
长期投资	-741	-952	-161	-161	-161
其他投资现金流	42	113	145	138	138
筹资活动现金流	-3183	-2078	-5046	-3823	-4088
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	3	2185	-618	-578	-713
普通股增加	0	7	0	0	0
资本公积增加	33	1045	0	0	0
其他筹资现金流	-3218	-5315	-4428	-3246	-3375
现金净增加额	1834	4326	5765	6051	11466

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20642	25124	31064	37335	44280
营业成本	2952	3370	3792	4428	5235
营业税金及附加	2865	3524	4349	5227	6199
营业费用	3599	3449	4038	4854	5756
管理费用	1056	1162	1553	1867	2125
研发费用	138	206	155	187	221
财务费用	-217	-286	-483	-640	-931
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	52	37	41	41	43
公允价值变动收益	6	-12	-1	-2	-2
投资净收益	202	105	133	129	129
资产处置收益	-0	20	14	10	11
营业利润	10590	13847	17870	21626	25904
营业外收入	27	28	33	30	30
营业外支出	67	20	80	60	60
利润总额	10551	13855	17823	21596	25873
所得税	2614	3444	4278	5183	6210
净利润	7937	10411	13545	16413	19664
少数股东损益	-18	45	59	71	85
归属母公司净利润	7956	10365	13487	16342	19578
EBITDA	10961	14359	18094	21821	26000
EPS(元)	5.40	7.04	9.16	11.10	13.30

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	24.0	21.7	23.6	20.2	18.6
营业利润(%)	33.1	30.7	29.1	21.0	19.8
归属于母公司净利润(%)	32.5	30.3	30.1	21.2	19.8
获利能力					
毛利率(%)	85.7	86.6	87.8	88.1	88.2
净利率(%)	38.5	41.4	43.6	44.0	44.4
ROE(%)	28.2	30.3	32.5	30.4	28.4
ROIC(%)	53.4	55.0	63.6	60.3	64.6
偿债能力					
资产负债率(%)	34.9	33.2	30.3	25.6	21.4
净负债比率(%)	-33.4	-33.4	-39.7	-42.5	-50.5
流动比率	2.4	3.1	3.2	3.6	4.2
速动比率	1.7	2.2	2.4	2.6	3.3
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	13164.3	6639.7	6639.7	6639.7	6639.7
应付账款周转率	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.40	7.04	9.16	11.10	13.30
每股经营现金流(最新摊薄)	5.23	5.61	9.68	9.33	13.40
每股净资产(最新摊薄)	19.05	23.24	28.18	36.50	46.73
估值比率					
P/E	44.0	33.8	26.0	21.4	17.9
P/B	12.5	10.2	8.4	6.5	5.1
EV/EBITDA	31.0	23.5	18.4	14.9	12.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn