

# 泸州老窖 (000568)

## 2023 年前三季度业绩点评：业绩再超预期，产品有序增长

买入（维持）

2023 年 10 月 31 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	13,095	16,140	19,428
同比	30%	26%	23%	20%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	7.04	8.90	10.96	13.20
P/E（现价&最新股本摊薄）	29.99	23.74	19.26	16.00

关键词：#业绩超预期

### 投资要点

- **事件：**2023 前三季度营收 219 亿元/同比+25%，归母净利润 106 亿/同比+29%。单 Q3 营收 74 亿元/同比+25%，归母净利润 35 亿元/同比+29%。
- **国窖保持高增，产品节奏把控有序。**公司反馈 7 月起秋收计划、8-9 月动销环比逐步改善、9 月备货打款相对顺利，压力同比环比此前旺季更轻。分产品增速来看，我们预计三季度国窖同比增长 25-30%左右，持续保持高增，公司持续稳步推进百城计划，国窖持续开拓下沉市场，高、低度增速预计相当；中档酒方面，特曲上半年稳价控货，Q3 恢复发货增速环比改善，其中 60 版仍保持高增，窖龄节奏相对放缓。低档酒方面，主要以头曲表现为主，我们预计保持 20%+同比增长。
- **连续季度业绩超预期，预收款历史高位。**23 年 Q1-Q3 归母净利润同比增速+29%/27%/29%，连续季度超预期。单 Q3 来看，销售净利率 47.4%/同比+1.4pct，主要系毛利率 88.7%/同比+0.2pct，销售费用率 12.83%/同比-0.79pct，逐年下降明显，公司持续精细化费控；截至 Q3 末公司有合同负债 29.6 亿元，同比+10.6 亿元，环比+10.3 亿，现金流表现良好，全年余力充足。
- **长期目标坚定，公司内外干劲足。**公司成熟市场持续精耕，尤其是四川和华北地区，全国化版图踏实扩张，核心大城市加强核心意见领袖和核心消费者的拓展，比如北京今年来看是按照计划推进，去年开始通过圈层拓展，高、低度在北京都有一定的体现，在华东和华中市场通过多年培育品牌认知度也在逐步提升。公司持续做好自己的事情，争取把工作做在前头，整体来看，公司长期目标加上股权激励加持，团队内外士气充足，步伐稳步推进。
- **盈利预测与投资评级：**公司良性发展动力充足，连续季度业绩超预期，兼具确定性和弹性，我们上调 2023-2025 年归母净利润为 131/161/194 亿元，（前值为 128、155、187 亿元），分别同比+26%/23%/20%（分别同比+23%、21%、20%），当前市值对应 PE 为 24/19/16X，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)	211.16
一年最低/最高价	156.60/265.98
市净率(倍)	8.04
流通 A 股市值(百万元)	309,247.87
总市值(百万元)	310,824.94

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	26.26
资产负债率(% ,LF)	36.78
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)：2023 年中报点评：Q2 收入超预期，国窖下沉扩市场》

2023-08-29

《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
<b>流动资产</b>	<b>33,552</b>	<b>44,705</b>	<b>60,209</b>	<b>79,085</b>	<b>营业总收入</b>	<b>25,124</b>	<b>30,651</b>	<b>36,903</b>	<b>43,989</b>
货币资金及交易性金融资产	18,831	31,654	44,718	60,793	营业成本(含金融类)	3,370	3,909	4,573	5,351
经营性应收款项	4,704	6,230	7,498	8,935	税金及附加	3,524	4,291	5,166	6,158
存货	9,841	6,425	7,517	8,795	销售费用	3,449	4,138	4,797	5,719
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
<b>非流动资产</b>	<b>17,834</b>	<b>19,305</b>	<b>20,480</b>	<b>21,616</b>	财务费用	(286)	(510)	(807)	(1,144)
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	<b>营业利润</b>	<b>13,847</b>	<b>17,390</b>	<b>21,483</b>	<b>25,879</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>51,385</b>	<b>64,011</b>	<b>80,689</b>	<b>100,701</b>	<b>利润总额</b>	<b>13,855</b>	<b>17,391</b>	<b>21,486</b>	<b>25,883</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,652</b>	<b>11,407</b>	<b>13,391</b>	<b>15,688</b>	减:所得税	3,444	4,269	5,314	6,416
短期借款及一年内到期的非流动负债	82	82	82	82	<b>净利润</b>	<b>10,411</b>	<b>13,122</b>	<b>16,173</b>	<b>19,467</b>
经营性应付款项	2,312	3,623	4,239	4,959	减:少数股东损益	45	26	32	39
合同负债	2,566	2,345	2,744	3,210	<b>归属母公司净利润</b>	<b>10,365</b>	<b>13,095</b>	<b>16,140</b>	<b>19,428</b>
其他流动负债	5,692	5,357	6,326	7,436	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.04	8.90	10.96	13.20
非流动负债	6,405	6,405	6,405	6,405	EBIT	13,448	16,512	20,355	24,364
长期借款	3,180	3,180	3,180	3,180	EBITDA	14,092	17,163	21,043	25,102
应付债券	2,996	2,996	2,996	2,996	毛利率(%)	86.59	87.25	87.61	87.84
租赁负债	29	29	29	29	归母净利率(%)	41.26	42.72	43.74	44.16
其他非流动负债	200	200	200	200	收入增长率(%)	21.71	22.00	20.40	19.20
<b>负债合计</b>	<b>17,057</b>	<b>17,811</b>	<b>19,795</b>	<b>22,093</b>	归母净利润增长率(%)	30.29	26.34	23.25	20.37
归属母公司股东权益	34,208	46,052	60,714	78,390					
少数股东权益	121	147	180	218					
<b>所有者权益合计</b>	<b>34,329</b>	<b>46,199</b>	<b>60,894</b>	<b>78,608</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>51,385</b>	<b>64,011</b>	<b>80,689</b>	<b>100,701</b>					

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	15,889	16,163	19,408	每股净资产(元)	23.24	31.29	41.06	53.01
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	26.76	25.61	24.10
现金净增加额	4,326	12,823	13,064	16,075	ROE-摊薄(%)	30.30	28.44	26.58	24.78
折旧和摊销	644	652	688	738	资产负债率(%)	33.19	27.83	24.53	21.94
资本开支	(969)	(2,122)	(1,861)	(1,845)	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.99	23.74	19.26	16.00
营运资本变动	(2,827)	2,979	(1,345)	(1,528)	P/B(现价)	9.09	6.75	5.14	3.98

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>