

泸州老窖 (000568)

双品牌齐驱并进，区域精耕持续挖潜

买入 (维持)

2024年03月12日

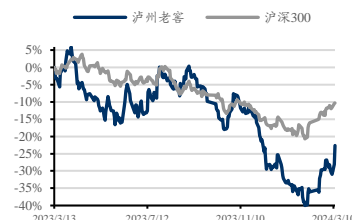
证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	20,642	25,124	31,209	36,746	44,021
同比	23.96%	21.71%	24.22%	17.74%	19.80%
归母净利润 (百万元)	7,956	10,365	13,225	16,172	19,911
同比	32.47%	30.29%	27.59%	22.28%	23.13%
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.40	7.04	8.98	10.99	13.53
P/E (现价&最新摊薄)	34.41	26.41	20.70	16.93	13.75

股价走势



投资要点

- **事件及核心观点:** 3月12日公司召开年度经销商大会,对2024年工作部署,强调区域精耕、渠道下沉、加速消费市场扩容提质等内容,结合近期多渠道调研反馈,我们认为:春寒未掩老窖盎然生意,公司高覆盖、高渗透、高开瓶的销售突破思路持续显效,看好后续高端酒价格重振背景下,老窖销售推进更加从容自如,逐步迎来价值重估。
- **春节动销表现积极,主销区域氛围日盛。**2024年春节公司灵活调节价格政策,推动国窖渠道回款进度达成约40%,恢复至往年较快水平。考虑节后反馈库存去化较快,估算国窖春节整体动销实现约20%增长,主销区域如华北、西南等地增速预计高于平均,1则年会、礼赠、聚饮、商务等场景均同比修复;2则近年来公司持续加大终端下沉和消费者开瓶培育,口感粘性显现(消费者普遍较为认可国窖更为绵甜的口感)。
- **数字化营销转型升级,渠道扩容提质持续推进。**2023年公司围绕“深化改革、聚焦突破、数字赋能、全面进攻”,全面从战略准备期转入战略进攻期,一方面通过春雷行动、秋收行动、挖井工程、五码体系加强终端下沉及动销培育;另一方面推动五码装产品全面上线,数字化体系将为公司品牌精准营销、市场秩序管控、供应链管理等实现赋能。2024年将进一步加强区域精耕、渠道下沉、扩容及立体化建设等方面部署:1)区域精耕:将坚定千一万三、双124工程建设目标,以高覆盖、高渗透、高开瓶作为区域市场突破核心。2)渠道下沉:将全面下沉县乡镇村,推进基地市场“挖井工程”,打造“百亿四川”。3)渠道扩容:启动百城计划2.0,实施“渠道扩容工程”和“年度战略零售商”评选。4)渠道立体化:系统实施餐饮渠道124工程,加快推进专卖店2.0门店招商布局,专项推进内容电商、异业、特通等新兴渠道拓展。
- **产品多点开花,量价空间可期。**沿“双品牌、三品系、大单品”主线,预计2024年公司多价格带产品有望齐驱并进。1)国窖1573仍是主要增长驱动,预计扫码红包、千一万三、双124工程等举措将持续做强消费氛围,后续若普五批价上行亦有望打开价格空间。2)中档酒2024年计划不做大的价格调整,以更务实的量价操作迎合消费者需求。经过2023年报表调整蓄力,预计2024年有望恢复快速增长。3)低档酒产品梳理到位,百元价位单品已呈现积极面貌。头曲系列产品端聚焦老头曲、精品头曲等2-3个品项,渠道端加大县级市和乡镇市场终端铺货;2023年承接大众消费红利,实现快速增长,目前单品收入体量超过10亿元,未来良性增长可期。
- **盈利预测与投资评级:**公司24年春节动销超预期,为后续销售动作打下坚实基础,预计全年国窖维持较快增长,中低端产品实现动能增益,业绩兑现能见度高。适度上调2023-25年归母净利润为132、162、199亿元(前值为131/161/194亿元),同比+28%、22%、23%(前值为26%、23%、20%),当前市值对应PE为21、17、14倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:**行业竞争加剧、消费复苏不及预期、食品安全问题。

市场数据

收盘价(元)	185.97
一年最低/最高价	140.01/260.80
市净率(倍)	7.08
流通A股市值(百万元)	272,867.30
总市值(百万元)	273,745.57

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)	1,467.27

相关研究

《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》

2023-10-31

《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	40,835	50,529	62,671	营业总收入	25,124	31,209	36,746	44,021
货币资金及交易性金融资产	18,831	24,815	33,748	42,072	营业成本(含金融类)	3,370	3,537	4,030	4,679
经营性应收款项	4,704	4,970	4,978	5,081	税金及附加	3,524	4,369	5,133	6,162
存货	9,841	10,827	11,544	15,203	销售费用	3,449	4,352	4,985	5,762
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,162	1,363	1,290	1,299
其他流动资产	176	223	259	315	研发费用	206	256	302	361
非流动资产	17,834	18,048	18,290	18,672	财务费用	(286)	(154)	(332)	(573)
长期股权投资	2,668	2,397	2,464	2,512	加:其他收益	37	55	64	65
固定资产及使用权资产	8,896	8,664	8,228	7,690	投资净收益	105	124	138	157
在建工程	809	404	202	101	公允价值变动	(12)	0	0	0
无形资产	3,083	4,000	4,448	5,063	减值损失	(1)	17	20	23
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	20	13	15	24
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	13,847	17,695	21,576	26,600
其他非流动资产	2,377	2,581	2,947	3,305	营业外净收支	8	(17)	(16)	(9)
资产总计	51,385	58,883	68,819	81,343	利润总额	13,855	17,678	21,559	26,591
流动负债	10,652	11,632	13,420	15,352	减:所得税	3,444	4,395	5,353	6,608
短期借款及一年内到期的非流动负债	82	80	83	82	净利润	10,411	13,283	16,206	19,983
经营性应付款项	2,312	2,666	2,791	2,979	减:少数股东损益	45	58	34	72
合同负债	2,566	2,653	3,023	3,509	归属母公司净利润	10,365	13,225	16,172	19,911
其他流动负债	5,692	6,233	7,523	8,783	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.04	8.98	10.99	13.53
非流动负债	6,405	5,606	5,007	4,568	EBIT	13,448	17,371	21,051	25,799
长期借款	3,180	3,180	3,180	3,180	EBITDA	14,092	18,052	21,744	26,490
应付债券	2,996	2,198	1,599	1,159	毛利率(%)	86.59	88.67	89.03	89.37
租赁负债	29	29	29	29	归母净利率(%)	41.26	42.38	44.01	45.23
其他非流动负债	200	200	200	200	收入增长率(%)	21.71	24.22	17.74	19.80
负债合计	17,057	17,238	18,427	19,920	归母净利润增长率(%)	30.29	27.59	22.28	23.13
归属母公司股东权益	34,208	41,466	50,178	61,139					
少数股东权益	121	179	213	285					
所有者权益合计	34,329	41,645	50,391	61,424					
负债和股东权益	51,385	58,883	68,819	81,343					

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	13,907	17,963	18,852	每股净资产(元)	23.24	28.17	34.09	41.53
投资活动现金流	(1,874)	(1,144)	(1,073)	(1,327)	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)	(7,057)	(8,311)	(9,621)	ROIC(%)	27.73	29.75	30.90	32.01
现金净增加额	4,326	5,707	8,580	7,905	ROE-摊薄(%)	30.30	31.89	32.23	32.57
折旧和摊销	644	681	692	691	资产负债率(%)	33.19	29.28	26.78	24.49
资本开支	(969)	(965)	(504)	(652)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.41	20.70	16.93	13.75
营运资本变动	(2,827)	(310)	1,027	(1,862)	P/B (现价)	8.00	6.60	5.46	4.48

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>