



泸州老窖 (000568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩稳健增长，持续拼抢拓势能

业绩简评

2024年4月26日，公司披露23年年报及24年一季报。1) 23年实现营收302.3亿元，同比+20.3%，归母净利132.5亿元，同比+27.8%。2) 24Q1实现营收91.9亿元，同比+20.7%；归母净利45.7亿元，同比+23.2%，符合市场预期。

经营分析

产品端，完善的SKU架构下产品轮动增长。23年中高档/其他酒分别实现营收268.4/32.4亿，同比+21%/+23%，量分别+1%/+20%，价+20%/+3%，毛利率分别+1.2pct/+3.3pct，内部结构持续提升；24Q1整体毛利率+0.3pct至88.4%。

表观质量上，合同负债&现金流表现仍不错。1) 24Q1末合同负债余额25.3亿元，同比+8亿，考虑环比变量后Q1营收+34%；24Q1销售收现106.4亿，同比+32.3%，和业绩匹配度高。2) 利润端看，23年归母净利率+2.6pct至43.8%，其中毛利率+1.7pct，销售费用/管理费用率分别-0.6pct/-0.9pct，销售费用细项中广宣费减少，促销费大幅增加；24Q1销售费用/管理费用率分别-1.2pct/-0.8pct，驱动归母净利+1.0pct至49.8%。

公司24年目标营收同比增长不低于15%，与23年保持一致，分红率仍维持60%。公司始终秉持“在良性发展的基础上能跑多快跑多快”，在数智化架构下严格推扫码，同时对渠道/终端宣贯加大本地扫码奖励，我们看好公司持续拼抢的势能。

盈利预测、估值与评级

我们预计24-26年收入分别+20.5%/+18.4%/+17.0%；归母净利分别+22.7%/+20.0%/+18.2%，对应归母净利分别163/195/231亿元；EPS为11.04/13.25/15.67元，公司股票现价对应PE估值分别为16.9/14.1/11.9倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；全国化外拓不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：186.42元

相关报告：

- 《泸州老窖公司点评：Q3业绩超预期，质量占优潜力足》，2023.10.30
- 《泸州老窖公司点评：业绩超预期兑现，渠道禀赋势能不减》，2023.8.29
- 《泸州老窖公司点评：利润超预期兑现，确定性&成长性优选》，2023.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,124	30,233	36,441	43,133	50,451
营业收入增长率	21.7%	20.3%	20.5%	18.4%	17.0%
归母净利润(百万元)	10,365	13,246	16,251	19,505	23,065
归母净利润增长率	30.3%	27.8%	22.7%	20.0%	18.3%
摊薄每股收益(元)	7.042	8.999	11.040	13.251	15.669
每股经营性现金流净额	5.61	7.23	14.86	13.38	15.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.30%	32.00%	33.93%	35.02%	35.53%
P/E	31.85	19.94	16.89	14.07	11.90
P/B	9.65	6.38	5.73	4.93	4.23

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	20,642	25,124	30,233	36,441	43,133	50,451
增长率		21.7%	20.3%	20.5%	18.4%	17.0%
主营业务成本	-2,952	-3,370	-3,537	-4,136	-4,835	-5,590
%销售收入	14.3%	13.4%	11.7%	11.4%	11.2%	11.1%
毛利	17,690	21,754	26,696	32,304	38,298	44,862
%销售收入	85.7%	86.6%	88.3%	88.6%	88.8%	88.9%
营业税金及附加	-2,865	-3,524	-4,133	-4,920	-5,780	-6,710
%销售收入	13.9%	14.0%	13.7%	13.5%	13.4%	13.3%
销售费用	-3,599	-3,449	-3,974	-4,628	-5,392	-6,206
%销售收入	17.4%	13.7%	13.1%	12.7%	12.5%	12.3%
管理费用	-1,056	-1,162	-1,139	-1,275	-1,467	-1,665
%销售收入	5.1%	4.6%	3.8%	3.5%	3.4%	3.3%
研发费用	-138	-206	-226	-255	-302	-353
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	10,032	13,413	17,223	21,226	25,358	29,928
%销售收入	48.6%	53.4%	57.0%	58.2%	58.8%	59.3%
财务费用	217	286	371	392	581	747
%销售收入	-1.1%	-1.1%	-1.2%	-1.1%	-1.3%	-1.5%
资产减值损失	81	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	6	-12	63	0	0	0
投资收益	202	105	85	100	120	144
%税前利润	1.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业利润	10,590	13,847	17,842	21,822	26,184	30,956
营业利润率	51.3%	55.1%	59.0%	59.9%	60.7%	61.4%
营业外收支	-39	8	-36	10	11	12
税前利润	10,551	13,855	17,806	21,832	26,195	30,968
利润率	51.1%	55.1%	58.9%	59.9%	60.7%	61.4%
所得税	-2,614	-3,444	-4,517	-5,539	-6,646	-7,856
所得税率	24.8%	24.9%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%
净利润	7,937	10,411	13,289	16,294	19,550	23,112
少数股东损益	-18	45	42	42	44	47
归属于母公司的净利润	7,956	10,365	13,246	16,251	19,505	23,065
净利率	38.5%	41.3%	43.8%	44.6%	45.2%	45.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,937	10,411	13,289	16,294	19,550	23,112
少数股东损益	-18	45	42	42	44	47
非现金支出	484	645	677	650	701	749
非经营收益	-338	34	528	-11	52	-10
营运资金变动	-384	-2,827	-3,844	4,937	-604	-634
经营活动现金流	7,699	8,263	10,648	21,870	19,698	23,217
资本开支	-1,976	-969	-1,432	-1,702	-1,233	-1,262
投资	-741	-952	107	0	0	0
其他	38	47	57	100	120	144
投资活动现金流	-2,678	-1,874	-1,268	-1,602	-1,113	-1,118
股权募资	8	670	10	0	0	0
债权募资	0	2,200	5,325	1,921	0	0
其他	-3,191	-4,949	-6,554	-10,095	-12,072	-14,208
筹资活动现金流	-3,183	-2,078	-1,218	-8,174	-12,072	-14,208
现金净流量	1,834	4,326	8,164	12,094	6,513	7,891

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,513	17,758	25,952	38,045	44,557	52,447
应收款项	4,788	4,613	5,978	6,609	7,650	8,848
存货	7,278	9,841	11,622	11,332	13,643	16,080
其他流动资产	996	1,341	1,806	1,592	1,620	1,651
流动资产	26,575	33,552	45,358	57,579	67,471	79,025
%总资产	61.5%	65.3%	71.7%	75.0%	77.2%	79.2%
长期投资	2,990	3,843	3,149	3,149	3,149	3,149
固定资产	9,349	9,665	10,332	10,826	11,169	11,465
%总资产	21.6%	18.8%	16.3%	14.1%	12.8%	11.5%
无形资产	2,608	3,084	3,399	3,477	3,555	3,632
非流动资产	16,636	17,834	17,936	19,181	19,942	20,723
%总资产	38.5%	34.7%	28.3%	25.0%	22.8%	20.8%
资产总计	43,212	51,385	63,294	76,760	87,413	99,748
短期借款	86	82	79	0	0	0
应付款项	3,073	3,514	3,508	4,182	4,883	5,639
其他流动负债	7,788	7,056	6,484	10,875	12,949	15,223
流动负债	10,947	10,652	10,071	15,057	17,832	20,863
长期贷款	0	3,180	10,000	12,000	12,000	12,000
其他长期负债	4,128	3,225	1,692	1,628	1,659	1,692
负债	15,075	17,057	21,763	28,685	31,492	34,555
普通股股东权益	28,040	34,208	41,391	47,892	55,694	64,920
其中：股本	1,465	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
未分配利润	21,188	26,772	33,816	40,316	48,118	57,344
少数股东权益	97	121	140	183	227	274
负债股东权益合计	43,212	51,385	63,294	76,760	87,413	99,748

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	5.431	7.042	8.999	11.040	13.251	15.669
每股净资产	19.143	23.241	28.119	32.536	37.836	44.104
每股经营现金净流	5.256	5.614	7.234	14.857	13.382	15.772
每股股利	3.244	4.225	5.400	6.624	7.951	9.402
回报率						
净资产收益率	28.37%	30.30%	32.00%	33.93%	35.02%	35.53%
总资产收益率	18.41%	20.17%	20.93%	21.17%	22.31%	23.12%
投入资本收益率	23.38%	24.73%	24.14%	25.69%	27.22%	28.33%
增长率						
主营业务收入增长率	23.96%	21.71%	20.34%	20.53%	18.36%	16.97%
EBIT增长率	32.26%	33.70%	28.41%	23.24%	19.47%	18.02%
净利润增长率	32.47%	30.29%	27.79%	22.69%	20.02%	18.25%
总资产增长率	23.43%	18.92%	23.18%	21.27%	13.88%	14.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	740.1	927.2	1,107.4	1,000.0	1,030.0	1,050.0
应付账款周转天数	310.6	256.3	240.9	260.0	260.0	260.0
固定资产周转天数	143.0	128.7	104.0	88.2	74.9	64.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.05%	-36.63%	-38.05%	-54.03%	-58.09%	-61.93%
EBIT利息保障倍数	-46.3	-46.8	-46.4	-54.1	-43.6	-40.1
资产负债率	34.89%	33.19%	34.38%	37.37%	36.03%	34.64%

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
买入	6	25	53	75	181
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.04	1.04	1.00

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	2022-04-28	买入	201.73	N/A
2	2022-08-28	买入	223.27	N/A
3	2022-10-16	买入	212.22	N/A
4	2022-10-28	买入	159.30	N/A
5	2023-03-28	买入	242.19	304.34~304.34
6	2023-04-28	买入	225.54	N/A
7	2023-08-29	买入	228.29	N/A
8	2023-10-30	买入	208.96	N/A

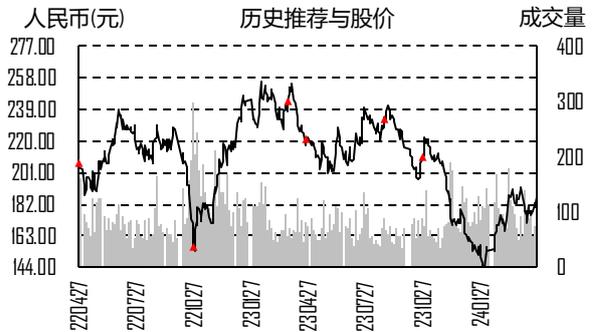
来源：国金证券研究所

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。

<p>上海 电话：021-80234211 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼</p>	<p>北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧</p>	<p>深圳 电话：0755-86695353 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806</p>
---	--	---



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**