

2024年04月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Q1 业绩超预期，品牌势能延续

— 泸州老窖 (000568.SZ) 公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月27日，泸州老窖发布2023年年报及2024年一季度报。

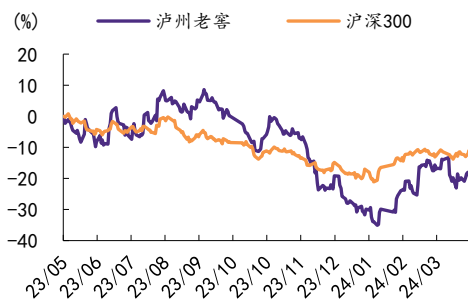
投资要点

基本数据

2024-04-26

当前股价(元)	186.42
总市值(亿元)	2744
总股本(百万股)	1472
流通股本(百万股)	1467
52周价格范围(元)	144.21-244.97
日均成交额(百万元)	1369.97

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《泸州老窖(000568)：业绩符合预期，高增态势延续》2023-10-30
- 2、《泸州老窖(000568)：业绩超预期，趋势持续向好》2023-08-29
- 3、《泸州老窖(000568)：进攻号角已吹起，长远规划势能强》2023-07-01

Q1 业绩超预期，稳健增长

一季度表现超预期，利润加快释放。2023年总营收302.33亿元(同增20.34%)，归母净利润132.46亿元(同增27.79%)，扣非净利润131.50亿元(同增27.41%)。2023Q4总营收82.91亿元(同增9.10%)，归母净利润26.80亿元(同增24.78%)，扣非净利润26.61亿元(同增23.50%)。2024Q1总营收91.88亿元(同增20.74%)，归母净利润45.74亿元(同增23.20%)，扣非净利润45.52亿元(同增23.41%)。盈利能力明显提升，费用优化力度加大。2023年毛利率/净利率分别为88.30%/43.95%，分别同比+1.71/+2.52pcts，销售/管理费用率分别同比-0.58/-0.86pcts；2024Q1毛利率/净利率分别为88.37%/49.83%，销售/管理费用率分别同比-1.23/-0.79pcts。经营净现金流增长显著，回款表现健康。2023/2024Q1经营净现金流分别为106.48/43.59亿元，分别同增28.87%/188.94%；销售回款分别为315.89/106.41亿元，分别同增21.91%/32.31%。截至2024Q1末，合同负债25.35亿元，环比减少5.17%。

产品多元发力，品牌营销效果显著

2023年中高档酒/其他酒类营收分别为268.41/32.36亿元，分别同增21.28%/22.87%，占酒类营收比重分别同比-0.12/+0.12pcts。公司持续推进国窖1573品牌国内市场全覆盖，海外市场扩张；泸州老窖品牌坚实基础市场，加大渗透机会市场。2023年中高档酒/其他酒类毛利率分别为92.27%/56.48%，分别同增1.22/3.31pcts。2023年中高档酒/其他酒类销量分别同增1.30%/19.64%，均价分别同增19.71%/2.70%，中高档酒增长主要由均价增长驱动为主，其他酒类增长以量增为主。2023年公司通过“窖主节”等创新营销方式拉近与年轻群体距离，通过高端赛事、国际论坛提高品牌形象，多样化链接消费群体。

■ 渠道策略扎实推进，市场良性健康运作

境内增速快于境外，盈利能力有效提升。2023 年境内/境外营收分别为 300.56/1.77 亿元，分别同增 20.37%/15.74%，境内毛利率为 88.23%，同比+1.73pcts。传统渠道稳健增长，新兴渠道略承压。2023 年传统/新兴渠道营收分别为 286.57/14.20 亿元，分别同比+22.98%/-2.97%，毛利率分别为 89.03%/76.01%，分别同比+1.65/-5.24pcts，占酒类营收比重分别同比+1.19/-1.19pcts。截至 2023 年年末，经销商共 1814 家，同比净减少 15 家。

■ 盈利预测

我们看好国窖 1573 大单品稳价盘提份额，战略长远规划，充分发挥品牌优势。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 10.88/13.08/15.60 元，当前股价对应 PE 分别为 17/14/12 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、国窖增长不及预期、特曲 60 增长不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	30,233	36,289	42,912	50,430
增长率（%）	20.3%	20.0%	18.3%	17.5%
归母净利润（百万元）	13,246	16,010	19,252	22,957
增长率（%）	27.8%	20.9%	20.3%	19.2%
摊薄每股收益（元）	9.00	10.88	13.08	15.60
ROE（%）	31.9%	31.4%	30.9%	30.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	25,952	37,411	48,851	62,544
应收款	40	30	47	69
存货	11,622	11,214	11,657	11,899
其他流动资产	7,744	8,059	8,443	8,667
流动资产合计	45,358	56,714	68,998	83,180
非流动资产:				
金融类资产	1,427	1,527	1,577	1,607
固定资产	8,613	9,070	8,878	8,451
在建工程	1,718	687	275	110
无形资产	3,398	3,228	3,058	2,897
长期股权投资	2,708	2,858	3,058	3,208
其他非流动资产	1,498	1,498	1,498	1,498
非流动资产合计	17,936	17,342	16,767	16,164
资产总计	63,294	74,056	85,765	99,344
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	2,357	2,990	3,206	3,400
其他流动负债	5,041	5,041	5,041	5,041
流动负债合计	10,071	11,312	11,773	12,171
非流动负债:				
长期借款	11,499	11,509	11,514	11,517
其他非流动负债	193	193	193	193
非流动负债合计	11,692	11,702	11,707	11,710
负债合计	21,763	23,014	23,480	23,881
所有者权益				
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
股东权益	41,532	51,042	62,285	75,463
负债和所有者权益	63,294	74,056	85,765	99,344

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	13289	16074	19329	23049
少数股东权益	42	64	77	92
折旧摊销	667	744	766	745
公允价值变动	63	6	5	4
营运资金变动	-3413	1444	-333	-61
经营活动现金净流量	10648	18333	19845	23829
投资活动现金净流量	-1268	324	355	412
筹资活动现金净流量	2078	-6554	-8081	-9868
现金流量净额	11,459	12,103	12,119	14,372

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,233	36,289	42,912	50,430
营业成本	3,537	4,161	4,844	5,652
营业税金及附加	4,133	4,935	5,793	6,758
销售费用	3,974	4,681	5,493	6,405
管理费用	1,139	1,343	1,545	1,765
财务费用	-371	-530	-850	-1,233
研发费用	226	271	321	377
费用合计	4,969	5,766	6,509	7,314
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	63	6	5	4
投资收益	85	60	50	40
营业利润	17,842	21,533	25,851	30,776
加:营业外收入	36	25	20	17
减:营业外支出	72	40	30	20
利润总额	17,806	21,518	25,841	30,773
所得税费用	4,517	5,444	6,512	7,724
净利润	13,289	16,074	19,329	23,049
少数股东损益	42	64	77	92
归母净利润	13,246	16,010	19,252	22,957

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	20.3%	20.0%	18.3%	17.5%
归母净利润增长率	27.8%	20.9%	20.3%	19.2%
盈利能力				
毛利率	88.3%	88.5%	88.7%	88.8%
四项费用/营收	16.4%	15.9%	15.2%	14.5%
净利率	44.0%	44.3%	45.0%	45.7%
ROE	31.9%	31.4%	30.9%	30.4%
偿债能力				
资产负债率	34.4%	31.1%	27.4%	24.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	752.5	1216.7	912.5	730.0
存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	9.00	10.88	13.08	15.60
P/E	20.7	17.1	14.3	12.0
P/S	9.1	7.6	6.4	5.4
P/B	6.6	5.4	4.4	3.7

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。