

## 业绩稳健高增，产品升级延续

2024 年 04 月 28 日

► **事件:** 2024 年 4 月 29 日, 公司披露 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年实现营业收入 302.33 亿元, 同比增长 20.34%, 归母净利润 132.46 亿元, 同比增长 27.80%, 其中 23Q4 实现营业收入 82.91 亿元, 同比增长 9.10%, 归母净利润 26.80 亿元, 同比增长 24.78%。24Q1 实现营业收入 91.88 亿元, 同比增长 20.74%, 归母净利润 45.74 亿元, 同比增长 23.2%。公司 2023 年现金分红比例为 60.01%。公司 2024 年经营计划为力争实现营业收入同比增长不低于 15%。

► **23 年净利率再创新高, 产品结构升级趋势延续。** 2023 年, 公司酒类营收 300.77 亿元, 同比增长 21.45%。其中, 中高档酒收入 268.41 亿元, 同比增长 21.28%, 销量 3.76 万吨, 同比增长 1.24%, 吨价同比增长 19.79%。23 年其他酒类收入 32.36 亿元, 同比增长 22.87%, 销量 5.87 万吨, 同比增长 19.64%, 吨价同比增长 2.7%, 中高档酒和其他酒类毛利率分别+1.22pct/+3.31pct 至 92.27%/56.48%。公司聚焦“双品牌、三品系、大单品”战略清晰, 从国窖 1573 高端引领到低度放量抢占增量市场高线次高端, 产品结构持续升级。2023 年, 销售费用率/管理费用率分别同比变动-0.58 pct /-0.93 pct 至 13.15%/4.52%; 经营性现金流同比变动+28.87%至 106.48 亿元; 合同负债+其他流动负债同比变动+1.20 亿元至 30.20 亿元, 公司毛利率/净利率分别同比变动+1.71pct/+2.52pct 至 88.30%/43.95%。

► **24Q1 费用投放效率持续优化, 经营现金流表现优异。** 24Q1, 公司毛利率/净利率分别同比变动+0.28pct/+0.92pct 至 88.37%/49.83%, 净利率优于毛利率主因费用率延续下行趋势, 销售费用率/管理费用率分别同比变动-1.23pct/-0.79pct 至 7.85%/2.49%; 经营性现金流同比变动+188.87%至 43.59 亿元; 合同负债+其他流动负债相较于 23Q1/23Q4 分别变动+9.14/-1.56 亿元至 28.64 亿元。

► **投资建议:** 公司生产经营将贯彻“坚定、攻坚、创新、协同”的发展主题, 紧紧围绕“锚定一个目标, 聚焦三大核心, 推进六大提升”的工作总思路, 坚持守正创新、全面攻坚, 坚决取得冲刺“十四五”关键战役的全面胜利, 目标营业收入同比增长不低于 15%。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 160/190/223 亿元, 对应 EPS 分别为 10.84/12.92/15.14 元, 当前股价对应 PE 分别为 17/14/12 倍, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 行业竞争加剧, 国窖 1573、特曲 60 增长不及预期。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	30,233	36,338	42,593	49,299
增长率 (%)	20.3	20.2	17.2	15.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,246	15,952	19,014	22,289
增长率 (%)	27.8	20.4	19.2	17.2
每股收益 (元)	9.00	10.84	12.92	15.14
PE	21	17	14	12
PB	6.6	5.6	4.7	3.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

186.42 元



## 分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

## 分析师 张玲玉

执业证书: S0100522090002

邮箱: zhanglingyu@mszq.com

## 相关研究

1. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年三季报点评: 业绩高质量增长, 经营发展动力充足-2023/10/31
2. 泸州老窖 (000568.SZ) 2023 年中报点评: 业绩增长强劲, 盈利再创新高-2023/08/29
3. 泸州老窖 (000568.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 产品结构持续升级, 盈利再创新高-2023/05/03
4. 泸州老窖 (000568.SZ) 2022 年三季报点评: “双品牌”驱动业绩高增, 盈利能力持续优化-2022/10/28
5. 泸州老窖 (000568.SZ) 2022 年中报点评: “双品牌”驱动迎来向上拐点-2022/08/31

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30,233	36,338	42,593	49,299
营业成本	3,537	4,081	4,588	5,116
营业税金及附加	4,133	4,968	5,823	6,740
销售费用	3,974	4,777	5,599	6,481
管理费用	1,139	1,370	1,605	1,858
研发费用	226	272	318	368
EBIT	17,278	20,938	24,737	28,827
财务费用	-371	-386	-675	-959
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	85	102	119	138
营业利润	17,842	21,479	25,595	29,996
营业外收支	-36	-36	-36	-36
利润总额	17,806	21,443	25,559	29,961
所得税	4,517	5,440	6,484	7,601
净利润	13,289	16,003	19,075	22,360
归属于母公司净利润	13,246	15,952	19,014	22,289
EBITDA	17,956	21,634	25,466	29,576

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	25,952	36,611	44,941	54,670
应收账款及票据	17	22	26	30
预付款项	202	233	262	293
存货	11,622	13,408	15,075	16,808
其他流动资产	7,565	8,539	9,772	11,095
流动资产合计	45,358	58,815	70,077	82,896
长期股权投资	2,708	2,708	2,708	2,708
固定资产	8,613	9,186	9,568	9,823
无形资产	3,398	3,398	3,398	3,398
非流动资产合计	17,936	17,706	17,706	17,706
资产合计	63,294	76,520	87,782	100,602
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,357	2,720	3,057	3,409
其他流动负债	7,714	10,565	11,987	13,504
流动负债合计	10,071	13,285	15,044	16,913
长期借款	10,000	11,990	11,990	11,990
其他长期负债	1,692	1,679	1,679	1,679
非流动负债合计	11,692	13,669	13,669	13,669
负债合计	21,763	26,954	28,713	30,582
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
少数股东权益	140	191	252	323
股东权益合计	41,532	49,567	59,069	70,019
负债和股东权益合计	63,294	76,520	87,782	100,602

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	20.34	20.19	17.21	15.74
EBIT 增长率	28.48	21.18	18.15	16.53
净利润增长率	27.79	20.42	19.20	17.22
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	88.30	88.77	89.23	89.62
净利润率	43.81	43.90	44.64	45.21
总资产收益率 ROA	20.93	20.85	21.66	22.16
净资产收益率 ROE	32.00	32.31	32.33	31.98
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.50	4.43	4.66	4.90
速动比率	2.72	2.86	3.08	3.31
现金比率	2.58	2.76	2.99	3.23
资产负债率 (%)	34.38	35.22	32.71	30.40
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.14	0.20	0.20	0.20
存货周转天数	1092.21	1104.06	1117.49	1121.85
总资产周转率	0.53	0.52	0.52	0.52
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	9.00	10.84	12.92	15.14
每股净资产	28.12	33.54	39.96	47.35
每股经营现金流	7.23	10.93	12.94	15.14
每股股利	5.40	6.50	7.75	9.09
<b>估值分析</b>				
PE	21	17	14	12
PB	6.6	5.6	4.7	3.9
EV/EBITDA	14.25	11.83	10.05	8.65
股息收益率 (%)	2.90	3.49	4.16	4.87

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	13,289	16,003	19,075	22,360
折旧和摊销	677	697	729	750
营运资金变动	-3,844	-1,189	-1,172	-1,219
经营活动现金流	10,648	16,083	19,054	22,283
资本开支	-1,432	-669	-692	-703
投资	107	166	0	0
投资活动现金流	-1,268	-401	-572	-565
股权募资	10	0	0	0
债务募资	5,325	3,454	0	0
筹资活动现金流	-1,218	-5,023	-10,151	-11,989
现金净流量	8,164	10,659	8,330	9,729

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026