

泸州老窖 (000568)

2023 年报及 2024Q1 点评: 沉心定志, 稳步向前

买入 (维持)

2024 年 04 月 28 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

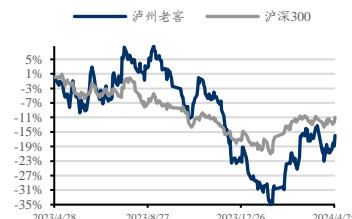
yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	25,124	30,233	35,664	42,605	50,841
同比 (%)	21.71	20.34	17.96	19.46	19.33
归母净利润 (百万元)	10,365	13,246	16,272	19,961	24,366
同比 (%)	30.29	27.79	22.84	22.67	22.07
EPS-最新摊薄 (元/股)	7.04	9.00	11.05	13.56	16.55
P/E (现价&最新摊薄)	26.47	20.72	16.86	13.75	11.26

投资要点

- **事件:** 公司公布 23 年报及 24 年 1 季报。23 年营收/归母净利实现 302.3/132.5 亿元, 同比 20.3%/27.8%, 符合预期; 对应 23Q4 营收/归母净利为 82.9/26.8 亿元, 同比+9.1%/24.8%。24Q1 营收/归母净利润 91.9/45.7 亿元, 同比+20.7%/23.2%, 略超市场预期。
- **23 年收入符合预期, 国窖引领增长。** 23 年公司“深化改革、聚焦突破、数字赋能、全面进攻”积极开展工作, 推动多价位带产品齐驱并进。① 中高档酒 268.4 亿元/+21.3%, 量价同比+1.2%/19.8%。其中, 国窖系列收入实现 20~30% 增长, 主要受益结算价上调及春雷、秋收行动对扩终端、强开瓶的持续推进; 泸系中档酒收入同比基本持平, 60 版特曲收入保持约 20% 同比增长, 老泸特消化库存。② 其他酒类收入 32.4 亿元/同比+22.9%, 量价同比+19.6%/+2.7%。伴随产品梳理完成, 头曲承接大众消费红利, 百元价位带积极发力, 渠道端加大县级市和乡镇市场终端铺货, 实现较好增长。
- **毛利率增幅积极, 费用率持续改善。** 23 年销售净利率同比+2.5pct 至 44.0%, 成本、费用均有积极贡献: ① 毛利率: 同比+1.7pct 至 88.3%, 主因国窖调价及成本优化贡献, 酒类吨价/吨成本同比+8.7%/-3.0%。② 费用率: 员工薪酬优化是销售、管理费率改善的主要贡献, 主因股权激励实现中长期激励补充, 激励摊销费用与即期薪酬确认有错期, 考虑 24~25 年费用摊销退坡, 预计费率仍有改善空间。23 年销售费用同增 15.2%, 其中广宣+促销合计同比+19%, 广宣费用同比-14%, 主因公司收缩传统媒体广告投放, 推行精准营销, 通过差异化携手澳网、国际乒联赛事及“一带一路”国际合作论坛等, 更好优化费效; 促销费用同比+108%, 主因场景修复带动开瓶及红包投入加大。
- **Q1 业绩略超预期, 乐见费效持续提升。** 1) **收入端:** 估算国窖收入同比增速 15~20%, 中档酒同比增速快于 20%, 头曲也保持较快增长。其中, 国窖动销保持稳定兑现; 泸系中档酒开局积极, 红包投放及春节期间餐饮活动成效显著, 特曲 23 年报表调整蓄力, 预计 24 年加速释放。2) **收现端:** Q1 销售收现比达 116%, Q1 收入+Δ 合同负债同比增长 34%, 主因 24 年开局回款进度抢抓顺利, 渠道对头部品牌的选择更趋集中。3) **盈利端:** Q1 销售净利率同比+0.9pct 至 49.8%, 主系费效提升。中档酒增速修复拉回产品结构, 毛利率同比小幅提升 0.3pct 至 88.4%。销售费率、管理费率分别同比-1.2pct、-0.8pct, 预计部分费用结算在 Q1 尚未完全体现, 但薪酬优化贡献延续。
- **盈利预测与投资评级:** 24 年开局亮眼, 为后续销售动作打下坚实基础, 预计全年国窖增长不低于整体 15% 目标增速, 中档酒产品实现动能增益, 业绩兑现能见度高。我们略上调 2024-2025 年归母净利润为 163、200 亿元 (前值为 162、199 亿元), 分别同比 23%、23% (前值为 22%、23%), 预计 2026 年归母净利润为 244 亿元, 同比+22%, 当前市值对应 PE 为 17、14、11 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	186.42
一年最低/最高价	140.01/254.80
市净率(倍)	5.94
流通 A 股市值(百万元)	273,527.57
总市值(百万元)	274,407.96

基础数据

每股净资产(元,LF)	31.41
资产负债率(% ,LF)	32.43
总股本(百万股)	1,471.99
流通 A 股(百万股)	1,467.27

相关研究

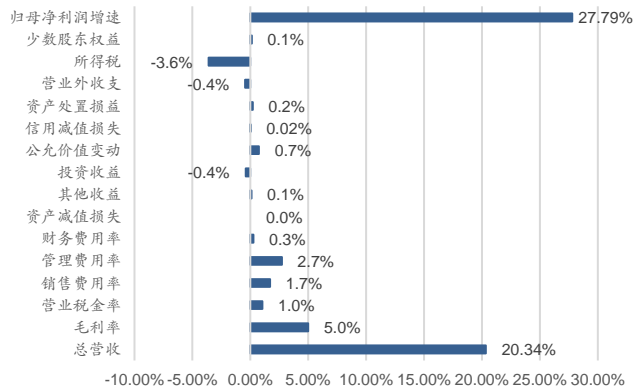
《泸州老窖(000568): 双品牌齐驱并进, 区域深耕持续挖潜》

2024-03-13

《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》

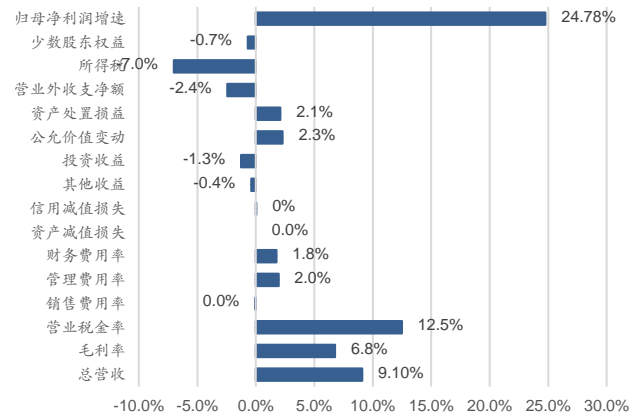
2023-10-31

图1: 2023年归母净利润增速拆分



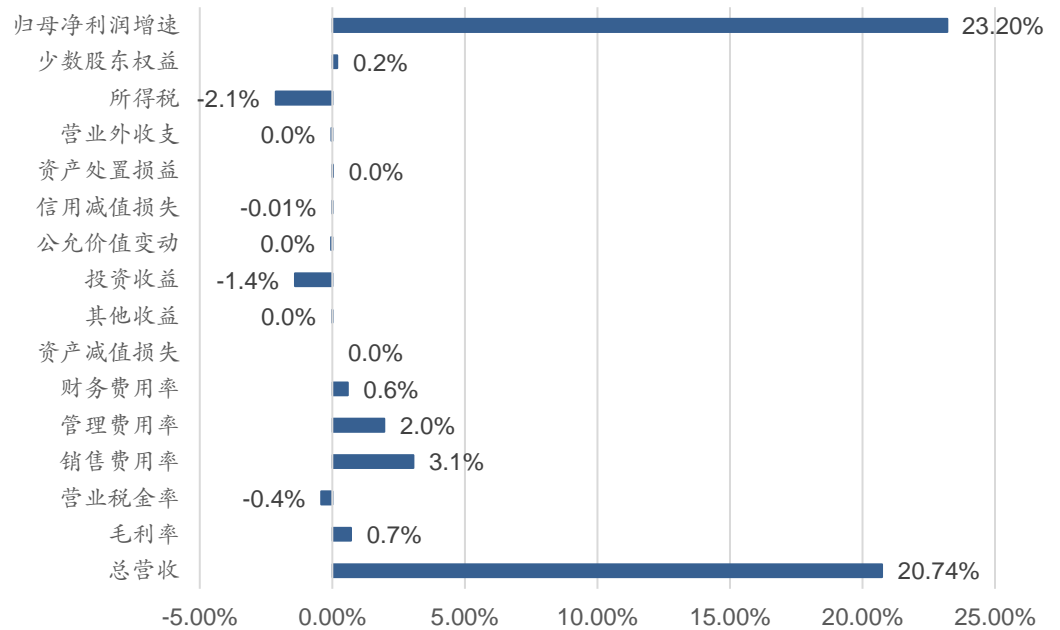
数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 2023Q4 归母净利润增速拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图3: 2024Q1 归母净利润增速拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	45,358	53,583	61,803	74,125	营业总收入	30,233	35,664	42,605	50,841
货币资金及交易性金融资产	27,379	30,848	41,007	44,497	营业成本(含金融类)	3,537	4,001	4,600	5,429
经营性应收款项	6,158	6,173	6,303	6,386	税金及附加	4,133	4,815	5,851	6,932
存货	11,622	16,300	14,198	22,875	销售费用	3,974	4,369	4,855	5,525
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,139	1,061	984	1,061
其他流动资产	199	262	295	367	研发费用	226	267	318	380
非流动资产	17,936	18,565	19,145	19,550	财务费用	(371)	(348)	(479)	(831)
长期股权投资	2,708	2,438	2,504	2,552	加:其他收益	54	62	64	77
固定资产及使用权资产	8,636	9,797	10,287	10,427	投资净收益	85	107	121	138
在建工程	1,718	859	430	215	公允价值变动	63	0	0	0
无形资产	3,398	3,645	3,991	4,308	减值损失	1	17	20	23
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	45	36	46	60
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	17,842	21,720	26,727	32,643
其他非流动资产	1,474	1,825	1,932	2,047	营业外净收支	(36)	(12)	(13)	(21)
资产总计	63,294	72,148	80,948	93,675	利润总额	17,806	21,707	26,714	32,622
流动负债	10,071	12,962	14,007	17,086	减:所得税	4,517	5,383	6,681	8,175
短期借款及一年内到期的非流动负债	79	82	81	81	净利润	13,289	16,324	20,033	24,447
经营性应付款项	2,357	2,956	2,637	4,060	减:少数股东损益	42	52	71	81
合同负债	2,673	3,001	3,450	4,072	归属母公司净利润	13,246	16,272	19,961	24,366
其他流动负债	4,962	6,923	7,839	8,874	每股收益-最新股本摊薄(元)	9.00	11.05	13.56	16.55
非流动负债	11,692	11,093	10,793	10,613	EBIT	17,278	21,197	26,041	31,567
长期借款	10,000	10,000	10,000	10,000	EBITDA	17,956	21,983	26,854	32,393
应付债券	1,499	899	600	420	毛利率(%)	88.30	88.78	89.20	89.32
租赁负债	22	22	22	22	归母净利率(%)	43.81	45.63	46.85	47.93
其他非流动负债	171	171	171	171	收入增长率(%)	20.34	17.96	19.46	19.33
负债合计	21,763	24,055	24,800	27,699	归母净利润增长率(%)	27.79	22.84	22.67	22.07
归属母公司股东权益	41,391	47,900	55,885	65,631					
少数股东权益	140	192	264	345					
所有者权益合计	41,532	48,092	56,148	65,976					
负债和股东权益	63,294	72,148	80,948	93,675					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	10,648	15,442	24,208	19,920	每股净资产(元)	28.12	32.54	37.97	44.59
投资活动现金流	(1,268)	(1,427)	(1,718)	(1,660)	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	(1,218)	(10,920)	(12,816)	(15,326)	ROIC(%)	27.51	28.41	31.01	33.00
现金净增加额	8,164	3,095	9,674	2,933	ROE-摊薄(%)	32.00	33.97	35.72	37.13
折旧和摊销	677	786	813	826	资产负债率(%)	34.38	33.34	30.64	29.57
资本开支	(1,432)	(1,311)	(1,187)	(1,028)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.72	16.86	13.75	11.26
营运资本变动	(3,844)	(1,868)	2,965	(5,728)	P/B(现价)	6.63	5.73	4.91	4.18

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>