

泸州老窖 (000568.SZ) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2024年4月28日

评级：买入（维持）

市场价格：186.42元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email：hect@zts.com.cn

分析师：赵襄彭

执业证书编号：S0740524010001

Email：zhaoxp@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 1,472 |
| 流通股本(百万股) | 1,467 |
| 市价(元) | 186.42 |
| 市值(百万元) | 274,408 |
| 流通市值(百万元) | 273,528 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 25,124 | 30,233 | 36,226 | 43,441 | 50,836 |
| 增长率 yoy% | 22% | 20% | 20% | 20% | 17% |
| 净利润(百万元) | 10,365 | 13,246 | 15,980 | 19,599 | 23,371 |
| 增长率 yoy% | 30% | 28% | 21% | 23% | 19% |
| 每股收益(元) | 7.04 | 9.00 | 10.86 | 13.31 | 15.88 |
| 每股现金流量 | 5.61 | 7.23 | 10.05 | 12.29 | 14.60 |
| 净资产收益率 | 30% | 32% | 28% | 26% | 23% |
| P/E | 26.5 | 20.7 | 17.2 | 14.0 | 11.7 |
| P/B | 8.0 | 6.6 | 4.8 | 3.6 | 2.8 |

备注：股价数据更新截止2024年4月26日

投资要点

- 公司发布2023年年报，2023年实现营业收入302.33亿元，同比+20.34%；实现归母净利润132.46亿元，同比+27.79%。
- 公司发布2024年一季报，1Q24实现营业收入91.88亿元，同比+20.74%；实现归母净利润45.74亿元，同比+23.20%。
- 1Q24增速符合预期，印证持续增长能力。公司4Q23实现收入82.91亿元，同比+9.10%，归母净利润26.80亿元，同比+24.78%，主要受益于毛利率同比提升了1.76pct。1Q24持续稳健增长印证公司数字化改革红利正在释放期，结合回款来看，1Q24合同负债同比1Q23末提升了8.09亿元，反映公司增长质量相对较好。
- 23年毛利率受益结构提升，24年盈利能力稳中求进。公司23年实现销售毛利率88.30%，同比+1.71pct，公司中高档酒类营收同增21.28%，主要由价增贡献，预计源于国窖1573增长快于公司平均增速，而腰部窖龄和老字号特曲控量挺价，整体产品结构升级。归母净利率43.81%，同比+2.56pct，其中销售费用率/管理费用率为13.15%/3.77%，同比-0.58pct/-0.86pct，公司今年精耕西南、华北等强势市场，结合规模效应，费用效率稳步提升。1Q24毛利率为88.37%，同比保持稳定；销售费用率/管理费用率为7.85%/2.82%，同比-1.23pct/-0.79pct，带动归母净利率同比提升0.99pct至49.78%。预计2024年公司盈利能力有望通过规模效应继续稳步提升。
- 看好24年公司数字化改革和区域深耕。数字化改革是公司重点战略，通过五码合一系统有望提升公司对于销售渠道的掌控力、加强终端消费者培育。随着考核方式、渠道利润模式逐步切换磨合，动销能力有望迎来环比提升。此外，四川、华北、华东等区域深耕正在进行时，基地市场有望变得更强大，河南等市场也正在迎来积极的改变。公司有望通过区域深耕、战略市场扩张实现持续增长。
- 盈利预测：考虑到24年淡季商务场景略弱对收入的影响，以及公司费用端的持续优化趋势，我们调整盈利预测。预计2024-2026年营业总收入分别为362、434、508亿元（2024-2025年原值为373、448亿元），同比增长20%、20%、17%；净利润分别为160、196、234亿元（2024-2025年原值为152、184亿元），同比增长21%、23%、19%；对应EPS为10.86、13.31、15.88元（2024-2025年原值为10.31、12.52元），当前股价对应2024-2026年PE分别为17、14、12倍。维持“买入”评级。
- 风险提示：疫情持续扩散风险、新品推广进程放缓、食品品质事故风险、渠道调研数据误差风险。

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 25,952 | 46,741 | 71,085 | 99,059 | 营业收入 | 30,233 | 36,226 | 43,441 | 50,836 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业成本 | 3,537 | 4,001 | 4,486 | 5,032 |
| 应收账款 | 17 | 9 | 10 | 12 | 税金及附加 | 4,133 | 4,952 | 6,038 | 7,066 |
| 预付账款 | 202 | 229 | 257 | 288 | 销售费用 | 3,974 | 4,601 | 5,387 | 6,151 |
| 存货 | 11,622 | 13,147 | 14,740 | 16,532 | 管理费用 | 1,139 | 1,268 | 1,390 | 1,525 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 226 | 271 | 325 | 380 |
| 其他流动资产 | 7,565 | 8,781 | 10,246 | 11,747 | 财务费用 | -371 | -136 | -318 | -522 |
| 流动资产合计 | 45,358 | 68,907 | 96,338 | 127,638 | 信用减值损失 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他长期投资 | 38 | 38 | 38 | 38 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 2,708 | 2,708 | 2,708 | 2,708 | 公允价值变动收益 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| 固定资产 | 8,613 | 8,444 | 8,346 | 8,315 | 投资收益 | 85 | 85 | 85 | 85 |
| 在建工程 | 1,718 | 1,818 | 1,818 | 1,718 | 其他收益 | 54 | 54 | 54 | 54 |
| 无形资产 | 3,398 | 3,452 | 3,501 | 3,546 | 营业利润 | 17,842 | 21,516 | 26,381 | 31,451 |
| 其他非流动资产 | 1,460 | 1,461 | 1,461 | 1,462 | 营业外收入 | 36 | 36 | 36 | 37 |
| 非流动资产合计 | 17,936 | 17,922 | 17,873 | 17,786 | 营业外支出 | 72 | 72 | 72 | 72 |
| 资产合计 | 63,294 | 86,829 | 114,211 | 145,425 | 利润总额 | 17,806 | 21,480 | 26,345 | 31,416 |
| 短期借款 | 0 | 97 | 226 | 335 | 所得税 | 4,517 | 5,449 | 6,684 | 7,970 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 13,289 | 16,031 | 19,661 | 23,446 |
| 应付账款 | 2,357 | 2,667 | 2,990 | 3,353 | 少数股东损益 | 42 | 51 | 63 | 75 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 13,247 | 15,980 | 19,598 | 23,371 |
| 合同负债 | 2,673 | 3,203 | 3,841 | 4,494 | NOPLAT | 13,012 | 15,929 | 19,424 | 23,056 |
| 其他应付款 | 1,121 | 1,121 | 1,121 | 1,121 | EPS (按最新股本摊薄) | 9.00 | 10.86 | 13.31 | 15.88 |
| 一年内到期的非流动负债 | 79 | 79 | 79 | 79 | | | | | |
| 其他流动负债 | 3,841 | 3,945 | 4,049 | 4,165 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 10,071 | 11,111 | 12,306 | 13,547 | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 10,000 | 16,821 | 23,642 | 30,462 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 1,499 | 1,499 | 1,499 | 1,499 | 营业收入增长率 | 20.3% | 19.8% | 19.9% | 17.0% |
| 其他非流动负债 | 193 | 193 | 193 | 193 | EBIT增长率 | 28.5% | 22.4% | 21.9% | 18.7% |
| 非流动负债合计 | 11,692 | 18,513 | 25,333 | 32,154 | 归母公司净利润增长率 | 27.8% | 20.6% | 22.6% | 19.2% |
| 负债合计 | 21,763 | 29,624 | 37,639 | 45,701 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 41,391 | 57,014 | 76,318 | 99,395 | 毛利率 | 88.3% | 89.0% | 89.7% | 90.1% |
| 少数股东权益 | 140 | 191 | 254 | 328 | 净利率 | 44.0% | 44.3% | 45.3% | 46.1% |
| 所有者权益合计 | 41,532 | 57,205 | 76,572 | 99,723 | ROE | 31.9% | 27.9% | 25.6% | 23.4% |
| 负债和股东权益 | 63,294 | 86,829 | 114,211 | 145,425 | ROIC | 36.6% | 30.4% | 27.0% | 24.4% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | 资产负债率 | 34.4% | 34.1% | 33.0% | 31.4% |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 债务权益比 | 28.3% | 32.7% | 33.5% | 32.7% |
| 经营活动现金流 | 10,648 | 14,787 | 18,086 | 21,495 | 流动比率 | 4.5 | 6.2 | 7.8 | 9.4 |
| 现金收益 | 13,585 | 16,814 | 20,257 | 23,835 | 速动比率 | 3.3 | 5.0 | 6.6 | 8.2 |
| 存货影响 | -1,781 | -1,525 | -1,593 | -1,792 | 营运能力 | | | | |
| 经营性应收影响 | -100 | -18 | -29 | -33 | 总资产周转率 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 经营性应付影响 | -19 | 309 | 323 | 363 | 应收账款周转天数 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -1,037 | -794 | -872 | -879 | 应付账款周转天数 | 238 | 226 | 227 | 227 |
| 投资活动现金流 | -1,268 | -757 | -717 | -677 | 存货周转天数 | 1,092 | 1,114 | 1,119 | 1,119 |
| 资本支出 | -1,652 | -905 | -865 | -825 | 每股指标 (元) | | | | |
| 股权投资 | -41 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 9.00 | 10.86 | 13.31 | 15.88 |
| 其他长期资产变化 | 425 | 148 | 148 | 148 | 每股经营现金流 | 7.23 | 10.05 | 12.29 | 14.60 |
| 融资活动现金流 | -1,218 | 6,759 | 6,974 | 7,157 | 每股净资产 | 28.12 | 38.73 | 51.85 | 67.52 |
| 借款增加 | 5,320 | 6,917 | 6,950 | 6,930 | 估值比率 | | | | |
| 股利及利息支付 | -6,546 | -1,193 | -1,687 | -2,185 | P/E | 21 | 17 | 14 | 12 |
| 股东融资 | 10 | 0 | 0 | 0 | P/B | 7 | 5 | 4 | 3 |
| 其他影响 | -2 | 1,035 | 1,711 | 2,412 | EV/EBITDA | 10 | 22 | 17 | 13 |

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。