

2024年04月29日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目標價(元)

225

泸州老窖(000568.SZ)

BUY 买进

圆满实现年度目标，营销升级冲刺 2024

公司基本資訊

產業別	食品饮料		
A 股价(2024/4/26)	186.42		
深证成指(2024/4/26)	9463.91		
股價 12 個月高/低	250.16/140.01		
總發行股數(百萬)	1471.99		
A 股數(百萬)	1467.27		
A 市值(億元)	123.10		
主要股東	泸州老窖集团 有限责任公司 (25.89%)		
每股淨值(元)	31.41		
股價/賬面淨值	0.27		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	1.1	20.1	-15.8

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
2024-03-13	185.97	买进
2023-10-31	211.16	买进
2023-08-29	228.29	买进
2023-05-04	226.24	买进

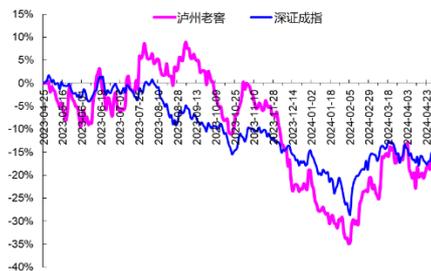
產品組合

中高档酒	89.24%
其他酒类	10.76%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	19.4%
一般法人	57.8%

股價相對大盤走勢



结论与建议：

业绩概要：

公告 2023 年实现营收 302.3 亿，同比增 20.3%，录得净利润 132.5 亿，同比增 27.8%；4Q 实现营收 82.9 亿，同比增 9.1%，录得净利润 26.8 亿，同比增 24.8%。业绩符合预期。

24Q1 实现营收 92 亿，同比增 20.7%，录得净利润 45.7 亿，同比增 23.2%，顺利实现开门红。

分红方案：每 10 股派发现金股利 54 元

点评：

- 2023 年酒类业务合计实现收入超 300 亿，同比增 21.5%，超额完成经营目标。其中，高档酒实现收入 268.4 亿，同比增 21.3%，受益产品结构持续优化，高档酒量稳价增（国窖增速在 20%-30% 之间，收入规模超 200 亿）；其他酒类实现收入 32.4 亿，同比增 23%。4Q 收入增长放缓，我们认为主要由于在确定超额完成全年目标的前提下，考虑 24 年春节延后，公司主动放慢节奏所致。
- 成本费用方面，受益产品结构优化以及提价，全年毛利率同比上升 1.7pcts 至 88.3%；4Q 毛利率同比上升 1.8pcts 至 87.9%。费用方面，受益数字化率提升经营效率，全年期间费用率同比下降 1.61pcts 至 16.43%，主要由于销售费用率同比下降 0.58pcts，以及管理费用率同比下降 0.86pcts；4Q 期间费用率同比下降 0.98pcts 至 22.2%，主要受益管理效率提升优化费用。毛利提升叠加费用优化，23Q4 利润增长快于营收。
- 24Q1 公司顺利实现开门红，国窖增速在 15%-20%，中档酒受益老字号、窖龄酒调整到位，增速快于整体业务。五码系统支持下，春节期间产品实现顺价销售，尽管节后市场转入淡季，但核心产品批价及渠道库存均表现良好。从整个季度看，Q1 毛利率同比提升 0.3pcts，实现稳中有升，受益部分销售费用前置，期间费用率同比下降 2.26pcts 至 9.96%（其中，销售费用率同比下降 1.23pcts，管理费用率同比下降 0.79pcts）。
- 短期来看，24Q1 合同负债余额 25.4 亿，同比增 46.9%，目前国窖 1573 批价波动不大，需求保持稳定，Q2 业绩具有确定性。全年来看，公司预计全年营收增长不低于 15%，我们认为，2023 年夯实了战略进攻基础（推进数字化及渠道精耕），今年将进一步完善渠道建设及区域拓展，强化内部协同，全年有望超额达成年度目标。
- 预计 2024-2026 年将分别实现净利润 159.5 亿、188.3 亿和 215 亿，分别同比增 20.4%、18% 和 14%，EPS 分别为 10.84 元、12.79 元和 14.61 元，当前股价对应 PE 分别为 17 倍、15 倍和 13 倍，估值不高，维持“买进”。
- 风险提示：终端动销不及预期，市场竞争加剧

----- 繼續下頁 -----

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	7956	10365	13246	15954	18830	21498
同比增減	%	32.47	30.29	27.79	20.44	18.03	14.17
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	5.43	7.06	9.02	10.84	12.79	14.60
同比增減	%	32.43	30.02	27.76	20.16	18.03	14.17
市盈率(P/E)	X	34	26	21	17	15	13
股利 (DPS)	RMB 元	3.24	4.23	5.40	6.50	7.68	8.76
股息率 (Yield)	%	1.74	2.27	2.90	3.49	4.12	4.70

【投資評等說明】

評等定義

強力買進 (Strong Buy)	潜在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立 (Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

附一：合并損益表

百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入	20642	25124	30233	36066	41840	47629
經營成本	2952	3370	3537	4343	4997	5654
營業稅金及附加	2865	3524	4133	4906	5464	6220
銷售費用	3599	3449	3974	4526	5117	5725
管理費用	1056	1162	1139	1468	1702	1938
財務費用	-217	-286	-371	-463	-538	-612
資產減值損失				0	0	0
投資收益	202	105	85	133	131	113
營業利潤	10590	13847	17842	21319	25091	28647
營業外收入	27	28	36	32	32	32
營業外支出	67	20	72	8	10	12
利潤總額	10551	13855	17806	21343	25113	28667
所得稅	2614	3444	4517	5345	6231	7110
少數股東損益	-18	45	42	44	52	59
歸屬於母公司所有者的淨利潤	7956	10365	13246	15954	18830	21498

附二：合并資產負債表

百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
貨幣資金	13513	17758	25952	33984	43804	55554
應收賬款	2	6	17	21	23	25
存貨	7278	9841	11622	13365	14702	15437
流動資產合計	26575	33552	45358	55791	67507	81008
長期股權投資	2627	2668	2708	2790	2873	2959
固定資產	8089	8856	8613	9044	10400	11441
在建工程	1260	809	1718	2234	1787	1430
非流動資產合計	16636	17834	17936	18833	19586	20174
資產總計	43212	51385	63294	74624	87093	101182
流動負債合計	10947	10652	10071	12672	15497	18881
非流動負債合計	4128	6405	11692	14030	16135	18232
負債合計	15075	17057	21763	26703	31632	37113
少數股東權益	97	121	140	147	155	162
股東權益合計	28040	34208	41391	47774	55306	63906
負債及股東權益合計	43212	51385	63294	74624	87093	101182

附三：合并現金流量表

百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
經營活動產生的現金流量淨額	7699	8263	10648	12010	14017	16051
投資活動產生的現金流量淨額	-2678	-1874	-1268	-2525	-2510	-2381
籌資活動產生的現金流量淨額	-3183	-2078	-1218	-1453	-1686	-1919
現金及現金等價物淨增加額	1834	4326	8164	8032	9820	11750

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。