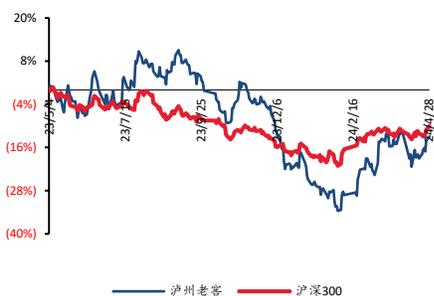


泸州老窖：全年顺利收官，一季度业绩符合预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	14.72/14.72
总市值/流通(亿元)	2,782.06/2,782.06
12个月内最高/最低价(元)	254.8/140.01

相关研究报告

<<泸州老窖：业绩超预期，合同负债和现金流表现靓丽>>—2023-11-14

<<泸州老窖：业绩超预期，国窖增长靓丽>>—2023-08-29

<<泸州老窖：高基数下业绩较好增长，回款超前保障全年>>—2021-10-29

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件：泸州老窖发布2023年年报和2024年一季报，2023年公司实现营收302.33亿元，同比+20.34%，归母净利润132.46亿元，同比+27.79%。2023Q4实现营收82.91亿元，同比+9.1%，归母净利润26.8亿元，同比+24.78%。2024Q1实现营收91.88亿元，同比+20.74%，归母净利润45.74亿元，同比+23.2%。

2023年业绩符合预期，国窖全国化稳步推进。分产品，2023年中高档酒类/其他酒类分别实现收入268.41/32.35亿元，同比增长21.28%/22.87%，销量同比增长1.24%/19.64%，吨价同比增长19.79%/2.7%。2023年国窖突破200亿，全年增速预估在20%以上，高度国窖增速略快于低度国窖。中高端产品整体收入保持平稳，60版特曲体量突破20亿，保持较快增长，窖龄实现小幅增长，老字号特曲略有下降，低端头曲有所增长。从区域来看，核心区域华北、西南和华东增长较为均衡，挖井计划深度挖掘西南和华北基地市场单点卖力和网点提升潜力。河南历经几年调整效果有所显现，2023年实现高速增长。

2024年一季度符合预期，展望2024年收入增长目标不低于15%。2024Q1公司实现开门红，春节期间公司整体产品动销实现双位数增长，回款进度略快于去年，国窖价盘稳步提升同时库存去化至良性水平。2024Q1国窖实现双位数增长，高低度国窖增长较为均衡。中档酒调整效果显现增长超过20%，头曲动销增长较快。公司积极推进五码关联提升终端和渠道返利，继续深挖渠道潜力和网点空间，公司提出2024年收入增长目标不低于15%。

净利率持续优化，合同负债和现金流表现靓丽。2023年公司毛利率为88.30%，同比+1.71pct。毛利率增加主要由于高端酒占比提升以及提价贡献。2023年公司期间费用率为16.43%，同比-1.6pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为13.15%/3.77%/-1.23%/0.75%，同比-0.58/-0.86/-0.09/-0.07pct。销售费用率有所优化，其中广告宣传费用同比下降14.15%。促销费用同比增加107.62%至14.8亿元，主要由于促销活动增加用于加大扫码红包返现力度。管理费用率持续优化明显收缩，毛利率提升叠加费用率优化推动净利率同比提升2.52pct至43.95%，全年净利率创历史新高。2024Q1公司毛利率为88.37%，同比增加0.28pct，提价贡献利润率提升。2024Q1公司销售/管理/财务/研发费用率分别为7.85%/2.49%/-0.71%/0.33%，同比-

1.23/-0.79/-0.24/-0.01pct。2023年末和2024一季度末合同负债为26.73和25.35亿元，同比变动增加1.07和8.09亿元，一季度末蓄水充足。2023年和2024Q1销售收现增速为21.91%和32.31%，高于营收增速。

投资建议：预计2024-2026年EPS分别为10.83/13.03/15.24元，对应当前股价PE分别为17x/14x/12x，我们按照2024年业绩给予22倍，一年目标价216.7元，维持“买入”评级。

风险提示：白酒市场需求疲软，产品结构升级不及预期

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30,233	36,399	43,309	50,700
营业收入增长率(%)	20.34%	20.39%	18.98%	17.06%
归母净利（百万元）	13,246	15,947	19,173	22,426
净利润增长率(%)	27.79%	20.39%	20.23%	16.97%
摊薄每股收益（元）	9.02	10.83	13.03	15.24
市盈率（PE）	19.89	17.21	14.31	12.24

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	17,758	25,952	46,725	65,185	86,146
应收和预付款项	120	220	181	228	258
存货	9,841	11,622	12,053	13,857	16,352
其他流动资产	5,833	7,565	8,719	10,333	11,669
流动资产合计	33,552	45,358	67,679	89,603	114,425
长期股权投资	2,668	2,708	2,776	2,857	2,932
投资性房地产	39	38	67	92	119
固定资产	8,856	8,613	9,285	9,933	10,510
在建工程	809	1,718	1,192	628	83
无形资产开发支出	3,083	3,398	3,743	4,022	4,334
长期待摊费用	1	1	1	1	1
其他非流动资产	35,930	46,818	68,935	90,870	115,700
资产总计	51,385	63,294	85,999	108,404	133,679
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,312	2,357	3,090	3,710	4,284
长期借款	3,180	10,000	10,000	10,000	10,000
其他负债	11,565	9,405	15,354	17,931	20,154
负债合计	17,057	21,763	28,445	31,641	34,439
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
资本公积	4,800	5,185	5,237	5,237	5,237
留存收益	28,244	35,288	51,235	70,408	92,834
归母公司股东权益	34,208	41,391	57,371	76,544	98,970
少数股东权益	121	140	183	219	270
股东权益合计	34,329	41,532	57,554	76,763	99,240
负债和股东权益	51,385	63,294	85,999	108,404	133,679

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	8,263	10,648	20,698	19,789	22,489
投资性现金流	-1,874	-1,268	-1,039	-950	-1,147
融资性现金流	-2,078	-1,218	1,114	-380	-380
现金增加额	4,326	8,164	20,773	18,459	20,961

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,124	30,233	36,399	43,309	50,700
营业成本	3,370	3,537	4,295	5,039	5,886
营业税金及附加	3,524	4,133	4,928	5,933	6,936
销售费用	3,449	3,974	4,732	5,613	6,439
管理费用	1,162	1,139	1,274	1,481	1,704
财务费用	-286	-371	-61	-227	-403
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	105	85	209	282	94
公允价值变动	-12	63	0	0	0
营业利润	13,847	17,842	21,257	25,540	29,868
其他非经营损益	8	-36	17	12	35
利润总额	13,855	17,806	21,274	25,552	29,903
所得税	3,444	4,517	5,284	6,344	7,425
净利润	10,411	13,289	15,990	19,209	22,477
少数股东损益	45	42	43	36	51
归母股东净利润	10,365	13,246	15,947	19,173	22,426

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	86.59%	88.30%	88.20%	88.36%	88.39%
销售净利率	41.26%	43.81%	43.81%	44.27%	44.23%
销售收入增长率	21.71%	20.34%	20.39%	18.98%	17.06%
EBIT 增长率	32.29%	28.48%	22.77%	19.39%	16.48%
净利润增长率	30.29%	27.79%	20.39%	20.23%	16.97%
ROE	30.30%	32.00%	27.80%	25.05%	22.66%
ROA	20.17%	20.93%	18.54%	17.69%	16.78%
ROIC	24.88%	24.27%	22.58%	21.19%	19.74%
EPS (X)	7.06	9.02	10.83	13.03	15.24
PE (X)	31.77	19.89	17.21	14.31	12.24
PB (X)	9.65	6.38	4.78	3.58	2.77
PS (X)	13.14	8.74	7.54	6.34	5.41
EV/EBITDA (X)	22.61	13.91	10.99	8.51	6.64

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。