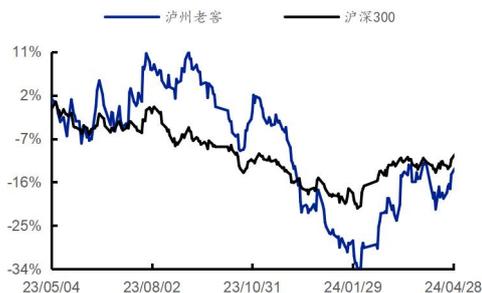


研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

收入保持高增，数智化运营效率持续提升

——泸州老窖(000568) 2023 年报及 2024 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
泸州老窖	2.4%	20.5%	-14.9%
沪深 300	2.4%	9.7%	-10.1%

市场数据

市场数据	2024/04/29
当前价格(元)	189.00
52 周价格区间(元)	140.01-254.80
总市值(百万)	278,205.69
流通市值(百万)	277,313.11
总股本(万股)	147,198.78
流通股本(万股)	146,726.51
日均成交额(百万)	2,983.16
近一月换手(%)	0.53

相关报告

《泸州老窖(000568) 2023 半年报点评报告：Q2 营收环比加速，产品结构持续优化，公司延续高质量发展(买入)*白酒II*薛玉虎，宋英男》——2023-08-29

《泸州老窖(000568) 2022 年报及 2023 一季报点评报告：2023Q1 业绩亮眼，盈利能力稳步提升，长期高质量发展可期(买入)*白酒II*薛玉虎，宋英男》——2023-05-04

事件：

2024 年 4 月 27 日，泸州老窖发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 302.33 亿元，同比+20.34%；实现归母净利润 132.46 亿元，同比+27.79%。2024 年一季度实现营业收入 91.88 亿元，同比+20.74%；实现归母净利润 45.74 亿元，同比+23.20%。2023 年公司 EPS 为 9.02 元/股，拟每 10 股派 54.00 元(含税)。

投资要点：

- **收入跨越三百亿元，一季度延续高增长。**2023 年，公司营业收入成功跨越 300 亿元关口，同比+20.34%，圆满地完成了 2022 年年报提出的“实现营业收入同比增长不低于 15%”的目标。2023 年归母净利润 132.46 亿元，同比增长 27.79%，增速位于行业领先水平，净利率持续提升。2024Q1 公司收入增长超 20%，经营活动现金流量同比大幅增长 188.94%，2024Q1 合同负债达到 25.35 亿元，是近三年同期最高水平(2023Q1 为 17.26 亿元)，为全年业绩增长打下坚实基础。2024 年，公司制定了力争实现营业收入同比增长不低于 15%的目标，彰显了管理层坚持守正创新、全面攻坚的决心。
- **消费圈层升级，产品结构持续提升。**分产品来看，公司 2023 年中高档酒类实现收入 268.4 亿元，同比增长 21.28%，销量同比增长 1.24%，均价提升明显，产品结构进一步升级，我们预计主要由于高端国窖 1573 系列增长更快，中档产品特曲窖龄等控量调整所致。其他酒类实现收入 32.4 亿元，同比增长 22.87%，销量增长 19.64%，以量增驱动为主。2023 年，公司进攻营销策略全面落地，春雷行动聚焦“推五码、拓网点、强氛围”，渠道基础盘不断夯实；秋收行动围绕“提价格、夯渠道、促动销”，市场消费盘不断增强。公司高度重视消费者建设与生态圈打造，全力推进三级公关体系落地运营。生态圈层质量更优，公关运营效能更高。
- **全面拥抱数智化，运营效率提升。**2023 年公司净利率达到 43.95%，同比+2.51pct。其中毛利率同比+1.71pct，管理费用率和销售费用率同比分别-0.86/-0.58pct。2024Q1 公司净利率同比+0.92pct，其中毛利率同比+0.28pct，销售费用率和管理费用率同比分别

-1.23/-0.79pct。我们认为净利率提升一方面由于公司的产品结构升级，规模效率显现，另一方面则在于公司的数智营销效益倍增/数智生产效率提升/数字管理效能革新。2024年，公司提出了三方面聚焦：1) 聚焦数智化，加速推进各体系数智化覆盖、数智化驱动，全面发挥数智效能；2) 聚焦升品牌，围绕“中国浓香700年”主线，国窖品牌持续提升品牌美誉度和品牌高度，泸州老窖品牌持续提升品牌形象和品牌价值；3) 聚焦协同化，坚持系统观念，充分整合内外部资源，注重整体设计，讲求协同联动。

- **盈利预测和投资评级：**我们认为公司在渠道和品牌端的核心竞争力突出，高度国窖未来仍将保持稳健增长，而低度国窖将继续受益于次高端扩容、价格带向上裂变和低度化饮酒等趋势，保持弹性增长；特曲系列在近两年调整到位后也进入规模增量阶段。我们预计公司2024-2026年营业收入分别为363.16/430.20/505.19亿元，归母净利润分别为164.77/197.94/234.15亿元，EPS分别为11.19/13.45/15.91元，对应PE分别为17/14/12倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 消费复苏节奏受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30233	36316	43020	50519
增长率(%)	20	20	18	17
归母净利润（百万元）	13246	16477	19794	23415
增长率(%)	28	24	20	18
摊薄每股收益（元）	9.00	11.19	13.45	15.91
ROE(%)	32	34	35	35
P/E	19.89	16.88	14.05	11.88
P/B	6.38	5.78	4.94	4.22
P/S	8.74	7.66	6.47	5.51
EV/EBITDA	13.91	11.61	9.51	7.86

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：泸州老窖盈利预测表

证券代码：	000568				股价：	189.00	投资评级：	买入	日期：	2024/04/29
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	32%	34%	35%	35%	EPS	9.02	11.19	13.45	15.91	
毛利率	88%	89%	90%	91%	BVPS	28.12	32.70	38.24	44.81	
期间费率	16%	16%	16%	16%	估值					
销售净利率	44%	45%	46%	46%	P/E	19.89	16.88	14.05	11.88	
成长能力					P/B	6.38	5.78	4.94	4.22	
收入增长率	20%	20%	18%	17%	P/S	8.74	7.66	6.47	5.51	
利润增长率	28%	24%	20%	18%						
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.53	0.52	0.51	0.51	营业收入	30233	36316	43020	50519	
应收账款周转率	2583.95	2321.42	2689.33	2519.17	营业成本	3537	3820	4164	4539	
存货周转率	0.33	0.30	0.29	0.29	营业税金及附加	4133	4721	5593	6624	
偿债能力					销售费用	3974	4540	5507	6567	
资产负债率	34%	37%	38%	38%	管理费用	1139	1554	1721	2048	
流动比	4.50	4.48	5.20	5.95	财务费用	-371	-389	-532	-685	
速动比	3.31	3.40	4.08	4.79	其他费用/（-收入）	226	275	329	384	
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	17842	22058	26528	31384	
现金及现金等价物	27379	37337	47920	59990	营业外净收支	-36	0	0	0	
应收款项	17	14	18	22	利润总额	17806	22058	26528	31384	
存货净额	11622	13795	15036	16390	所得税费用	4517	5536	6672	7899	
其他流动资产	6340	7589	8834	10409	净利润	13289	16521	19856	23485	
流动资产合计	45358	58734	71808	86811	少数股东损益	42	44	62	70	
固定资产	8613	9164	9558	9873	归属于母公司净利润	13246	16477	19794	23415	
在建工程	1718	1518	1468	1471	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	4896	4899	5071	5154	经营活动现金流	10648	15377	18608	21869	
长期股权投资	2708	2767	2817	2868	净利润	13246	16477	19794	23415	
资产总计	63294	77083	90723	106177	少数股东损益	42	44	62	70	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	677	710	738	788	
应付款项	2357	2409	2545	2648	公允价值变动	-63	0	0	0	
合同负债	2673	3268	3442	3536	营运资金变动	-3844	-1854	-1773	-2151	
其他流动负债	5041	7422	7831	8415	投资活动现金流	-1268	-1549	-1478	-1378	
流动负债合计	10071	13099	13818	14599	资本支出	-1432	-1322	-1356	-1357	
长期借款及应付债券	11499	15483	20191	25127	长期投资	107	-388	-287	-216	
其他长期负债	193	179	175	172	其他	57	161	165	195	
长期负债合计	11692	15663	20366	25298	筹资活动现金流	-1218	-4287	-6934	-8812	
负债合计	21763	28762	34183	39897	债务融资	5325	5448	4703	4932	
股本	1472	1472	1472	1472	权益融资	10	0	0	0	
股东权益	41532	48320	56539	66280	其它	-6554	-9735	-11638	-13744	
负债和股东权益总计	63294	77083	90723	106177	现金净增加额	8164	9541	10196	11679	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。