

增长稳健，渠道改革见成效

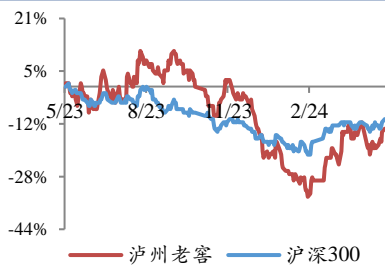
——泸州老窖 2023 年报&2024 年一季度报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-30

收盘价(元)	186.10
近 12 个月最高/最低(元)	250.16/140.01
总股本(百万股)	1,472
流通股本(百万股)	1,467
流通股比例(%)	99.67
总市值(亿元)	2,731
流通市值(亿元)	2,739

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

相关报告

主要观点：

公司发布 2023 和 2024Q1 业绩：

- **24Q1**：营业总收入 91.88 亿元 (+20.74%)，归母 45.74 亿元 (+23.20%)，扣非 45.52 亿元 (+23.41%)。
- **23A**：营业总收入 302.33 亿元 (+20.34%)，归母 132.46 亿元 (+27.79%)，扣非 131.50 亿元 (+27.41%)。
- 分红：每 10 股派发红利 54 元，分红率 59.87%，同比持平。
- **23A 与 24Q1 均符合市场预期。**

收入端：增长稳健持续兑现

- 分产品看，中高档酒价增引领，其他酒量增拉动。23 年公司中高档酒/其他酒同比分别增长 21.28%/22.87%，中高档酒占比同比提高 0.68pct，增长稳健。拆分量价看，中高档酒量/价分别同比增长 1.24%/19.79%，我们预计或因公司内部结算价格提高所致；其他酒量/价分别同比增长 19.64%/2.70%，我们预计头曲贡献主要增量。核心单品中，我们预计国窖 1573 全年增速约 25%-30%，其中高度增速略快，结构上，高度仍维持占比约 60%+；特曲 60 延续增长趋势，预计全年同比增速约 20%；窖龄在连续涨价后，尚需时间让市场接受，预计同比小幅增长；头曲通过性价比路线，预计同比增速略高于其他酒整体增速水平。
- 24Q1 公司收入同比增长 20.74%，延续稳健增长趋势。根据渠道调研，我们预计国窖 1573 同比增长约 15%-20%，高低度增速持平；腰部产品增速预计快于公司整体增速水平，头曲延续增长趋势。根据渠道调研，当前回款进度约 40-45%，Q2 末计划达到 50-55%，回款进度略快于去年同期，渠道库存约 2-2.5 个月，批价稳定。

盈利端：“五码合一”初现成效

- 23 全年公司毛利率同比提升 1.71pct，我们预计主要系公司产品结构升级所致。同期销售/管理费率分别同比下降 0.58/0.86pct，其中销售费用率下降主要预计系公司费用投放转向消费者，广告宣传费用同比下降 14.15%。综上，公司 23 年净利率同比提升 2.55pct。
- 24Q1 公司毛利率同比提升 0.28pct，表现稳定。同期销售/管理费率分别同比下降 1.23/0.79pct，我们预计主要系公司积极推进“五码合一”渠道管理模式，费用投放更加精准。受此带动，24Q1 公司净利率同比提高 0.99pct。

经营质量：24Q1 末合同负债创历史新高

- 24Q1 末公司合同负债达 25.35 亿，同比增长 8.09 亿，创历史新高，显示渠道合作意愿维持高位。24Q1 公司收现同比增长 32.31%，侧面验证公司发展经营质量高。

● **投资建议：增长稳健，渠道改革见成效，维持“买入”**

➤ **我们的观点：**

公司经营能力行业领先，增长稳健，渠道改革初见成效。通过“五码合一”提高渠道精准管理能力，以优化费用投放效率，加快渠道周转。同时，公司 24 年计划持续进行渠道端挖井与消费者培育，消费氛围持续向上。

盈利预测：基于公司增长稳健且渠道改革逐步显现效果，我们新增公司 2026 年预期，预计公司 2024-2026 年实现营业总收入 364.65/432.38/507.19 亿元，同比+20.6%/+18.6%/+17.3%；实现归母净利润 162.70/197.02/232.01 亿元，同比+22.8%/ +21.1%/+17.8%；当前股价对应 PE 分别为 16.84/13.90/11.81 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**

需求恢复不及预期，渠道改革推进不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	30233	36465	43238	50719
收入同比 (%)	20.3%	20.6%	18.6%	17.3%
归属母公司净利润	13246	16270	19702	23201
净利润同比 (%)	27.8%	22.8%	21.1%	17.8%
毛利率 (%)	88.3%	88.6%	88.8%	89.2%
ROE (%)	32.0%	28.2%	27.5%	26.3%
每股收益 (元)	9.02	11.05	13.38	15.76
P/E	19.89	16.84	13.90	11.81
P/B	6.38	4.75	3.82	3.11
EV/EBITDA	13.91	10.75	8.92	6.74

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 4 月 30 日

财务报表与盈利预测

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
流动资产	45358	68076	82493	102456	营业收入	30233	36465	43238	50719
现金	25952	52734	56501	81377	营业成本	3537	4144	4856	5462
应收账款	17	0	0	0	营业税金及附加	4133	5105	6053	7101
其他应收款	23	281	79	343	销售费用	3974	4886	5794	6796
预付账款	202	249	291	328	管理费用	1139	1276	1513	1775
存货	11622	5186	14506	7645	财务费用	-371	-519	-1055	-1130
其他流动资产	7542	9626	11116	12762	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	17936	18959	19890	20729	公允价值变动收益	63	0	0	0
长期投资	2708	2857	3006	3155	投资净收益	85	357	424	497
固定资产	8613	9487	10269	10958	营业利润	17842	21730	26264	30934
无形资产	3398	3398	3398	3398	营业外收入	36	36	6	0
其他非流动资产	3217	3217	3217	3217	营业外支出	72	72	1	0
资产总计	63294	87036	102384	123184	利润总额	17806	21694	26269	30934
流动负债	10071	17542	18788	23288	所得税	4517	5423	6567	7734
短期借款	0	0	0	0	净利润	13289	16270	19702	23201
应付账款	2357	4550	3542	5561	少数股东损益	42	0	0	0
其他流动负债	7714	12991	15246	17727	归属母公司净利润	13246	16270	19702	23201
非流动负债	11692	11692	11692	11692	EBITDA	17956	21661	25685	30299
长期借款	10000	10000	10000	10000	EPS (元)	9.02	11.05	13.38	15.76
其他非流动负债	1692	1692	1692	1692					
负债合计	21763	29234	30480	34980					
少数股东权益	140	140	140	140					
股本	1472	1472	1472	1472					
资本公积	5185	5185	5185	5185					
留存收益	34734	51004	65106	81406					
归属母公司股东权益	41391	57662	71763	88064					
负债和股东权益	63294	87036	102384	123184					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	10648	28291	10769	33110	成长能力				
净利润	13289	16270	19702	23201	营业收入	20.3%	20.6%	18.6%	17.3%
折旧摊销	677	807	900	992	营业利润	28.9%	21.8%	20.9%	17.8%
财务费用	324	0	0	0	归属于母公司净利	27.8%	22.8%	21.1%	17.8%
投资损失	-85	-357	-424	-497	获利能力				
营运资金变动	-3844	11535	-9404	9414	毛利率 (%)	88.3%	88.6%	88.8%	89.2%
其他经营现金流	17421	4771	29101	13787	净利率 (%)	43.8%	44.6%	45.6%	45.7%
投资活动现金流	-1268	-1509	-1402	-1334	ROE (%)	32.0%	28.2%	27.5%	26.3%
资本支出	-1432	-1717	-1677	-1682	ROIC (%)	24.3%	22.5%	22.3%	22.0%
长期投资	107	-149	-149	-149	偿债能力				
其他投资现金流	57	357	424	497	资产负债率 (%)	34.4%	33.6%	29.8%	28.4%
筹资活动现金流	-1218	0	-5600	-6900	净负债比率 (%)	52.4%	50.6%	42.4%	39.7%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.50	3.88	4.39	4.40
长期借款	6821	0	0	0	速动比率	3.31	3.56	3.59	4.05
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	385	0	0	0	总资产周转率	0.53	0.49	0.46	0.45
其他筹资现金流	-8425	0	-5600	-6900	应收账款周转率	2583.95	—	—	—
现金净增加额	8164	26782	3767	24876	应付账款周转率	1.52	1.20	1.20	1.20
					每股指标 (元)				
					每股收益	9.02	11.05	13.38	15.76
					每股经营现金流 (摊)	7.23	19.22	7.32	22.49
					每股净资产	28.12	39.17	48.75	59.83
					估值比率				
					P/E	19.89	16.84	13.90	11.81
					P/B	6.38	4.75	3.82	3.11
					EV/EBITDA	13.91	10.75	8.92	6.74

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。