

泸州老窖 (000568.SZ) 收入增速行业前列，盈利能力持续提升

2024年05月05日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

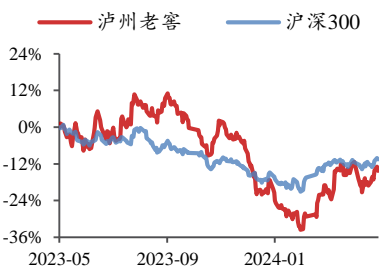
证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2024/4/30
当前股价(元)	186.10
一年最高最低(元)	254.80/140.01
总市值(亿元)	2,739.37
流通市值(亿元)	2,730.58
总股本(亿股)	14.72
流通股本(亿股)	14.67
近3个月换手率(%)	34.38

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩超预期，报表质量高一公司信息更新报告》-2023.11.21

《强化渠道竞争优势，中报逆势高增—公司信息更新报告》-2023.9.4

《营收高速增长，利润加速释放—公司信息更新报告》-2023.5.4

● 成长性高，分红率仍有提升潜力，维持“买入”评级

泸州老窖 2023 年总营业收入 302.3 亿元，同比+20.3%，归母净利润 132.5 亿元，同比+27.8%。2024Q1 总营业收入 91.9 亿元，同比+20.7%，归母净利润 45.7 亿元，同比+23.2%。业绩好于预期，盈利能力持续提升，我们上调 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 164.6(+1.1)、200.2(+4.4)、239.6 亿元，同比分别+24.2%、+21.6%、+19.7%，EPS 分别为 11.18 (+0.08)、13.60 (+0.30)、16.28 元，当前股价对应 PE 分别为 16.9、13.9、11.6 倍。公司 2024 年目标营收同比增长不低于 15%，2023 年分红率维持 60%，维持“买入”评级。

● 高档酒成长主要由价格贡献，中低档产品放量

2023 年中高档酒收入 268.41 亿元，同比+21%，其中量+1%、价+20%，主要原因是 2023 年高度国窖结算价有较大幅度提升、腰部产品结构升级。其他酒收入 32.36 亿元，同比+23%，其中量+20%、价+3%，受益吨价提升，中高档酒、其他酒毛利率分别为 92.27% (+1.22pct)、56.48% (+3.31pct)。

● 现金流良性，报表质量高

2024Q1 末合同负债余额 25.3 亿元，同比+8.1 亿元，考虑环比变量后 Q1 营收+34%；2024Q1 销售收现 106.4 亿元，同比+32.3%，高于收入实际增速。

● 毛利率提升，期间费用率稳定，盈利能力大幅提升

2023 年毛利率同比+1.7pct 至 88.3%，销售费用/管理费用率同比分别 -0.6pct/-0.9pct，销售费用里细项结构变化明显，销售费用细项中广宣费减少，促销费增长较快，归母净利率同比+2.6pct 至 43.8%。2024Q1 毛利率同比+0.28pct，提升幅度较 2023 年放缓，销售费用/管理费用率同比分别-1.2pct/-0.8pct，驱动归母净利同比+1.0pct 至 49.8%。2024 年预计中档酒增长较快，毛利率提升幅度较 2023 年放缓，但受益于规模化下的费用率下降，净利率仍呈提升趋势。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,124	30,233	36,337	43,096	51,215
YOY(%)	21.7	20.3	20.2	18.6	18.8
归母净利润(百万元)	10,365	13,246	16,455	20,017	23,962
YOY(%)	30.3	27.8	24.2	21.6	19.7
毛利率(%)	86.6	88.3	87.8	88.1	88.2
净利率(%)	41.4	44.0	45.4	46.6	46.9
ROE(%)	30.3	32.0	28.4	26.9	25.3
EPS(摊薄/元)	7.04	9.00	11.18	13.60	16.28
P/E(倍)	26.8	21.0	16.9	13.9	11.6
P/B(倍)	8.1	6.7	4.8	3.7	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	33552	45358	61690	73434	91629
现金	17758	25952	38635	49844	62744
应收票据及应收账款	6	17	11	23	17
其他应收款	23	23	33	33	45
预付账款	114	202	178	273	263
存货	9841	11622	15291	15719	21017
其他流动资产	5810	7542	7542	7542	7542
非流动资产	17834	17936	21218	24559	27772
长期投资	2668	2708	2849	2990	3131
固定资产	8859	8613	10538	12855	15413
无形资产	3083	3398	3958	4610	4938
其他非流动资产	3224	3217	3874	4104	4290
资产总计	51385	63294	82908	97993	119400
流动负债	10652	10071	14360	14218	16852
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2312	2357	3497	3249	4743
其他流动负债	8340	7714	10863	10970	12109
非流动负债	6405	11692	10508	9158	7517
长期借款	6176	11499	10315	8965	7324
其他非流动负债	229	193	193	193	193
负债合计	17057	21763	24869	23376	24369
少数股东权益	121	140	193	257	333
股本	1472	1472	1472	1472	1472
资本公积	4800	5185	5185	5185	5185
留存收益	28244	35288	44790	56730	72177
归属母公司股东权益	34208	41391	57846	74360	94698
负债和股东权益	51385	63294	82908	97993	119400

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8263	10648	14356	18534	20232
净利润	10411	13289	16508	20081	24039
折旧摊销	629	668	622	788	976
财务费用	-286	-371	-769	-1203	-1655
投资损失	-105	-85	-113	-109	-109
营运资金变动	-2827	-3844	-1887	-1025	-3030
其他经营现金流	441	992	-4	2	11
投资活动现金流	-1874	-1268	-3759	-3982	-4033
资本支出	1035	1502	3763	3988	4048
长期投资	-952	107	-141	-141	-141
其他投资现金流	113	127	145	147	156
筹资活动现金流	-2078	-1218	2086	-3344	-3299
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	2185	5323	-1184	-1351	-1641
普通股增加	7	0	0	0	0
资本公积增加	1045	385	0	0	0
其他筹资现金流	-5315	-6927	3269	-1993	-1658
现金净增加额	4326	8164	12683	11209	12900

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25124	30233	36337	43096	51215
营业成本	3370	3537	4435	5111	6054
营业税金及附加	3524	4133	5087	6033	7170
营业费用	3449	3974	4542	5172	6146
管理费用	1162	1139	1272	1508	1793
研发费用	206	226	218	259	307
财务费用	-286	-371	-769	-1203	-1655
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	37	54	44	47	45
公允价值变动收益	-12	63	14	18	21
投资净收益	105	85	113	109	109
资产处置收益	20	45	18	21	26
营业利润	13847	17842	21769	26452	31659
营业外收入	28	36	31	31	31
营业外支出	20	72	80	60	60
利润总额	13855	17806	21720	26422	31630
所得税	3444	4517	5213	6341	7591
净利润	10411	13289	16508	20081	24039
少数股东损益	45	42	53	64	76
归属母公司净利润	10365	13246	16455	20017	23962
EBITDA	14359	18454	21755	26223	31207
EPS(元)	7.04	9.00	11.18	13.60	16.28

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	21.7	20.3	20.2	18.6	18.8
营业利润(%)	30.7	28.9	22.0	21.5	19.7
归属于母公司净利润(%)	30.3	27.8	24.2	21.6	19.7
获利能力					
毛利率(%)	86.6	88.3	87.8	88.1	88.2
净利率(%)	41.4	44.0	45.4	46.6	46.9
ROE(%)	30.3	32.0	28.4	26.9	25.3
ROIC(%)	55.0	59.0	58.5	61.2	61.2
偿债能力					
资产负债率(%)	33.2	34.4	30.0	23.9	20.4
净负债比率(%)	-33.4	-34.5	-44.3	-50.9	-54.9
流动比率	3.1	4.5	4.3	5.2	5.4
速动比率	2.2	3.3	3.2	4.0	4.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6639.7	2584.0	2584.0	2584.0	2584.0
应付账款周转率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	7.04	9.00	11.18	13.60	16.28
每股经营现金流(最新摊薄)	5.61	7.23	9.75	12.59	13.74
每股净资产(最新摊薄)	23.24	28.12	39.30	50.52	64.33
估值比率					
P/E	26.8	21.0	16.9	13.9	11.6
P/B	8.1	6.7	4.8	3.7	2.9
EV/EBITDA	18.5	14.2	11.5	9.1	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn