

泸州老窖（000568.SZ）

一季度收入增长 21%，费用端持续精益优化

买入

核心观点

2023 年顺利达成经营目标，费用端持续精益优化。2023 年，中高档酒实现营收 268.41 亿元，同比+21.3%（量+1.2%，价+19.8%），预计国窖系列营收或破 200 亿；中档酒或仍处于调整阶段，窖龄系列实小幅度增长，60 版特曲增速或 25-30%，老字号特曲聚焦库存去化。2023 年，其他酒类实现营收 32.36 亿元，同比+22.9%（量+19.6%，价+2.7%），大众消费复苏显著，预计头曲等实现较快增长。从毛利率看，2023 年整体毛利率+1.7pcts，预计系公司提高国窖专营公司结算价，叠加价位段分化复苏。费用端看，2023 年销售费用率同比-0.6pct，预计规模效应凸显、费效比提升等；管理费用率同比-0.9pct，预计系内部管理精益。利润端看，2023 年净利率同比+2.5pcts，预计结构升级及费用持续优化贡献。

2024Q1 收入继续高增长，产品结构调整能力凸显。2024 年需求复苏更加分化，更加考验酒企产品结构调整的能力和速度，预计 2024Q1 国窖系列增速或 15-20%，腰部系列复苏明显，老字号特曲 2024 年或重新步入增长通道，60 版特曲继续保持 30%+的高速成长。毛利率看，2024Q1 毛利率同比+0.1pct，预计主要系需求复苏以大众复苏为主。费用端持续位于优化通道，2024Q1 销售费用率/管理费用率同比-1.2pct/-0.8pct，受益于数字化推进、内部挖潜。利润端看，2024Q1 净利率同比+0.9pct，预计 2024 年利润弹性或来自于费用端优化。

数字化改造持续护航成长，经营质量或是更高优先级。透过报表我们发现泸州老窖三大变化：1）产品结构调整速度可圈可点。全价位布局、提前完成调整的优势凸显，公司具有较强的能力去捕捉并适应需求变化；2）区域调整速度可圈可点。2023 年老窖率先回归基地市场，聚焦费效比提升和终端挖潜；3）数字化改造能力可圈可点。数字化对于价盘和量盘管控，以及场景优化和价盘管控凸显。

风险提示：需求复苏不及预期；竞争加剧；政策风险等

投资建议：上修此前盈利预测并引入 2026 年，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 362.8/429.9/500.9 亿元（前值为 362.39/420.4 亿元，调整幅度+0.1%/+2.3%），同比增长 20.0%/18.5%/16.5%；实现归母净利润 160.9/193.5/228.4 亿元（前值为 158.4/187.2 亿元，调整幅度+1.6%/+3.4%），同比+21.5%/20.3%/18.0%；对应 PE 分别为 17.1/14.2/12.0X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,124	30,233	36,280	42,992	50,085
(+/-%)	21.7%	20.3%	20.0%	18.5%	16.5%
净利润(百万元)	10365	13246	16092	19351	22838
(+/-%)	30.3%	27.8%	21.5%	20.3%	18.0%
每股收益(元)	7.04	9.00	10.93	13.15	15.52
EBIT Margin	53.4%	57.0%	58.6%	59.4%	60.1%
净资产收益率 (ROE)	30.3%	32.0%	33.1%	34.3%	35.5%
市盈率 (PE)	26.5	20.7	17.1	14.2	12.0
EV/EBITDA	20.8	16.6	13.3	11.2	9.6
市净率 (PB)	8.02	6.63	5.64	4.87	4.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：李文华

021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523070002

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	186.10 元
总市值/流通市值	273937/273058 百万元
52 周最高价/最低价	254.80/140.01 元
近 3 个月日均成交额	1542.84 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《泸州老窖（000568.SZ）-区域下沉终端扩容拓增量，数字化转型成效显著》——2024-03-28

《泸州老窖（000568.SZ）-单三季度收入增长 25%，管理禀赋优势凸显》——2023-10-31

《泸州老窖（000568.SZ）-秋收计划顺利开展，管理优势禀赋凸显》——2023-09-28

《泸州老窖（000568.SZ）-二季度收入增长 30%，管理禀赋优势凸显》——2023-08-29

《泸州老窖（000568.SZ）-浓香名酒，国窖和特曲双轮驱动》——2023-01-11

事件：公司公告，2023 年公司实现营收 302.33 亿元，同比+20.3%；实现归母净利润 132.46 亿元，同比+27.8%。2024Q1 公司实现营收 91.88 亿元，同比+20.7%；实现归母净利润 45.74 亿元，同比+23.2%。

2023 年顺利达成经营目标，费用端持续精益优化。2023 年，中高档酒实现营收 268.41 亿元，同比+21.3%（量+1.2%，价+19.8%），预计国窖系列营收或破 200 亿；中档酒或仍处于调整阶段，窖龄系列实小幅度增长，60 版特曲增速或 25-30%，老字号特曲聚焦库存去化。2023 年，其他酒类实现营收 32.36 亿元，同比+22.9%（量+19.6%，价+2.7%），大众消费复苏显著，预计头曲等实现较快增长。从毛利率看，2023 年整体毛利率+1.7pcts，预计系公司提高国窖专营公司结算价，叠加价位段分化复苏。费用端看，2023 年销售费用率同比-0.6pct，预计规模效应凸显、费效比提升等；管理费用率同比-0.9pct，预计系内部管理精益。利润端看，2023 年净利率同比+2.5pcts，预计结构升级及费用持续优化贡献。

2024Q1 收入继续高增长，产品结构调整能力凸显。2024 年需求复苏更加分化，更加考验酒企产品结构调整的能力和速度，预计 2024Q1 国窖系列增速或 15-20%，腰部系列复苏明显，老字号特曲 2024 年或重新步入增长通道，60 版特曲继续保持 30%+的高速成长。毛利率看，2024Q1 毛利率同比+0.1pct，预计主要系需求复苏以大众复苏为主。费用端持续位于优化通道，2024Q1 销售费用率/管理费用率同比-1.2pct/-0.8pct，受益于数字化推进、内部挖潜。利润端看，2024Q1 净利率同比+0.9pct，预计 2024 年利润弹性或来自于费用端优化。

数字化改造持续护航成长，经营质量或是更高优先级。透过报表我们发现泸州老窖三大变化：1）产品结构调整速度可圈可点。全价位布局、提前完成调整的优势凸显，公司具有较强的能力去捕捉并适应需求变化；2）区域调整速度可圈可点。2023 年老窖率先回归基地市场，聚焦费效比提升和终端挖潜；3）数字化改造能力可圈可点。数字化对于价盘和量盘管控，以及场景优化和价盘管控凸显。

投资建议：上修此前盈利预测并引入 2026 年，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 362.8/429.9/500.9 亿元（前值为 362.39/420.4 亿元，调整幅度+0.1%/+2.3%），同比增长 20.0%/18.5%/16.5%；实现归母净利润 160.9/193.5/228.4 亿元（前值为 158.4/187.2 亿元，调整幅度+1.6%/+3.4%），同比+21.5%/20.3%/18.0%；对应 PE 分别为 17.1/14.2/12.0X，维持“买入”评级。

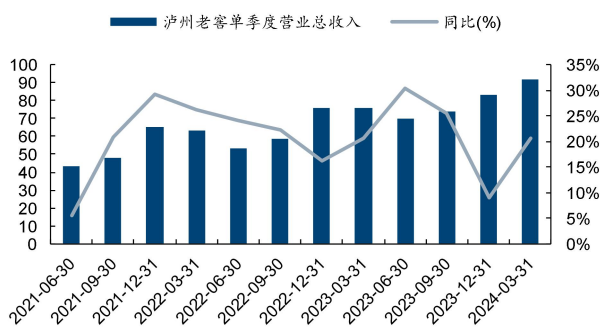
表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 04 月 28 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,709.43	21,473.8	59.5	69.6	80.8	28.7	24.6	21.2
000858.SZ	五粮液	买入	152.25	5,909.7	7.8	8.7	9.7	19.6	17.5	15.7
000568.SZ	泸州老窖	买入	186.42	2,744.1	9.0	10.9	13.1	20.7	17.1	14.2

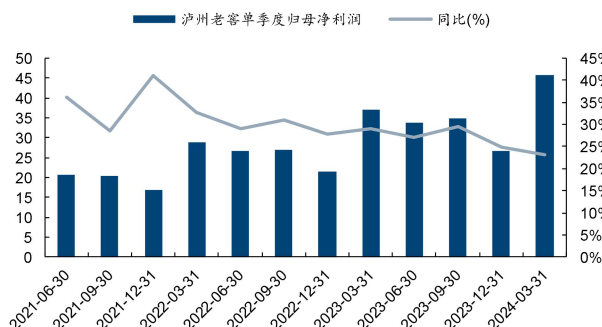
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

图1: 泸州老窖单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）

图2: 泸州老窖单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

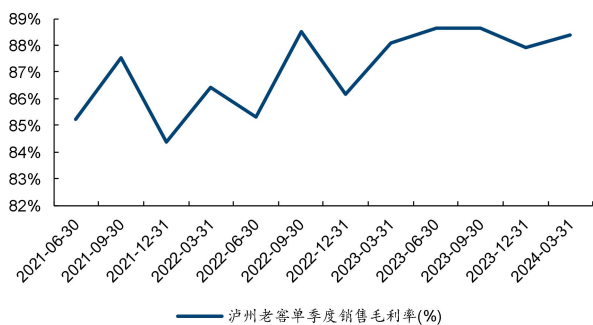


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



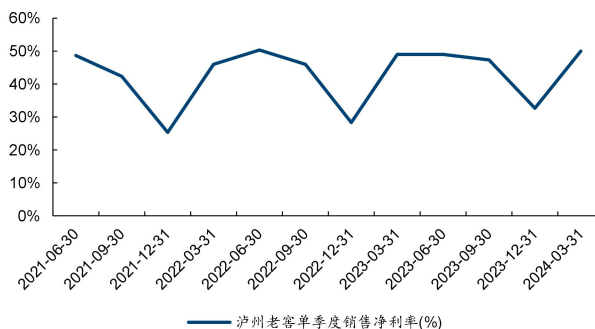
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 泸州老窖单季度销售毛利率 (单位: %)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 泸州老窖单季度销售净利率 (单位: %)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17758	25952	32968	38956	45443	营业收入	25124	30233	36280	42992	50085
应收款项	29	40	48	57	67	营业成本	3370	3537	4063	4643	5259
存货净额	9841	11622	12238	14745	17176	营业税金及附加	3524	4133	4934	5804	6762
其他流动资产	4851	6317	7256	8598	10017	销售费用	3449	3974	4502	5260	5995
流动资产合计	33552	45358	53938	63783	74129	管理费用	1162	1139	1297	1512	1739
固定资产	9665	10332	10411	10370	10243	研发费用	206	226	241	242	245
无形资产及其他	3083	3398	3262	3126	2990	财务费用	(286)	(371)	(5)	(137)	(262)
投资性房地产	2418	1498	1498	1498	1498	投资收益	105	85	200	200	200
长期股权投资	2668	2708	2708	2708	2708	资产减值及公允价值变动	(12)	63	19	15	0
资产总计	51385	63294	71817	81486	91569	其他收入	(151)	(126)	(241)	(242)	(245)
短期借款及交易性金融负债	82	79	0	0	0	营业利润	13847	17842	21467	25883	30548
应付款项	2312	2357	2681	3125	3625	营业外净收支	8	(36)	0	0	0
其他流动负债	8259	7635	8644	10098	11651	利润总额	13855	17806	21467	25883	30548
流动负债合计	10652	10071	11326	13223	15276	所得税费用	3444	4517	5324	6471	7637
长期借款及应付债券	6176	11499	11499	11499	11499	少数股东损益	45	42	51	61	73
其他长期负债	229	193	193	193	193	归属于母公司净利润	10365	13246	16092	19351	22838
长期负债合计	6405	11692	11692	11692	11692	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	17057	21763	23018	24915	26968	净利润	10365	13246	16092	19351	22838
少数股东权益	121	140	166	197	234	资产减值准备	82	(2)	(0)	(0)	0
股东权益	34208	41391	48633	56373	64367	折旧摊销	628	667	1076	1192	1263
负债和股东权益总计	51385	63294	71817	81486	91569	公允价值变动损失	12	(63)	(19)	(15)	0
						财务费用	(286)	(371)	(5)	(137)	(262)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(2847)	(2953)	(229)	(1961)	(1806)
每股收益	7.04	9.00	10.93	13.15	15.52	其它	(59)	23	26	31	37
每股红利	3.35	4.45	6.01	7.89	10.08	经营活动现金流	8183	10919	16946	18598	22332
每股净资产	23.24	28.12	33.04	38.30	43.73	资本开支	0	(1318)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	31.51%	30.74%	34%	39%	41%	其它投资现金流	(367)	(354)	0	0	0
ROE	30.30%	32.00%	33%	34%	35%	投资活动现金流	(408)	(1712)	(1000)	(1000)	(1000)
毛利率	87%	88%	89%	89%	90%	权益性融资	16	10	0	0	0
EBIT Margin	53%	57%	59%	59%	60%	负债净变化	3180	6821	0	0	0
EBITDA Margin	56%	59%	62%	62%	63%	支付股利、利息	(4929)	(6546)	(8851)	(11611)	(14845)
收入增长	22%	20%	20%	18%	16%	其它融资现金流	(48)	(1572)	(79)	0	0
净利润增长率	30%	28%	21%	20%	18%	融资活动现金流	(3531)	(1013)	(8930)	(11611)	(14845)
资产负债率	33%	35%	32%	31%	30%	现金净变动	4244	8194	7016	5987	6487
股息率	1.8%	2.4%	3.2%	4.2%	5.4%	货币资金的期初余额	13513	17758	25952	32968	38956
P/E	26.5	20.7	17.1	14.2	12.0	货币资金的期末余额	17758	25952	32968	38956	45443
P/B	8.0	6.6	5.6	4.9	4.3	企业自由现金流	0	9251	15822	17379	21022
EV/EBITDA	20.8	16.6	13.3	11.2	9.6	权益自由现金流	0	14500	15747	17482	21218

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032