

2024年05月08日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

联系人

吴康辉

wkh@longone.com.cn

数据日期	2024/05/07
收盘价	193.62
总股本(万股)	147,199
流通A股/B股(万股)	146,727/0
资产负债率(%)	32.43%
市净率(倍)	6.15
净资产收益率(加权)	10.43
12个月内最高/最低价	254.80/140.01

泸州老窖（000568）：业绩延续高增长，
中高档酒价增显著

——公司简评报告

投资要点

- **业绩延续高增长。**2023年公司营业收入302.33亿元（同比+20.34%），归母净利润132.46亿元（同比+27.79%），量价齐升拉动公司增长（量同比+11.74%/价同比+7.69%）。2024Q1营收和归母净利润分别为91.88亿元（同比+20.74%），45.74亿元（同比+23.20%）。
- **中高档酒价增明显，经销管理成效显著。**1) **产品端**，2023年中高档酒营收延续高增速，同比提升21.28%至268.41亿元，价增为主要贡献，量/价分别同比+1.24%/+19.79%，得益于国窖1573提价、腰部产品控量挺价以及产品结构升级；预计2023年国窖收入增速达20%+，其中高度略快于低度。其他酒类营收32.36亿元（同比+22.87%），其中头曲预计同比增长20%+。2024Q1高端酒国窖收入预计同比增长15%-20%。2) **渠道端**，2023年传统、新兴渠道营收分别为286.57亿元（同比+22.98%）、14.20亿元（同比-2.97%）。2023年经销商数量为1814家，平均销售规模为1579.77万元（同比+24.00%），单经销商销售质量持续提升。2024年，公司坚持深耕基地市场，同时积极拓展华中、华东等市场，在区域深耕不断深化下，增长势能有望延续。
- **毛利费效共同发力，盈利能力提升显著。**2023年、2024Q1毛利率/净利率分别为88.30%（同比+1.71pct），88.37%（同比+0.92pct）/43.95%（同比+2.51pct）、49.83%（同比+0.92pct），由于提价、产品结构升级和费效持续提升，盈利能力提升显著。2023年、2024Q1期间费用率16.44%（同比-1.60pct），期间费用率9.96%（同比-2.26pct），主要得益于销售费率和管理费率的下降。**我们认为未来公司在销售费率稳中有降情况下，仍能保持高速发展。**第一，得益于前几年理顺价格体系，公司已进入高质量发展阶段，当前国窖1573规模和影响力持续提升，腰部及塔基产品发展势头良好。第二，公司大部分营销性文化设施或将于近几年完成，文化、产品、技术或将进一步深入人心，助力公司实现更高费效比。第三，公司当前数字化架构已搭建完成，未来或将完善会员系统，费用投放有望进一步优化。
- **投资建议：**泸州老窖发展动力充足，未来在行业内竞争力将不断提升，一方面公司已提前完成产品结构调整，适应市场的快速变化，同时产能可支撑产品释放，另一方面公司区域拓展空间广阔，当前推进基地市场“挖井工程”并聚焦突破弱势区域市场，预计2024/2025/2026年公司归母净利润分别为156.50/189.66/228.66亿元，增速分别为18.15%/21.19%/20.56%，对应EPS为10.63/12.88/15.53元，对应当前股价PE分别为18.21/15.03/12.46。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期、政策管控的风险、产量提升不及预期、库存积压风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30,233.30	36,320.05	43,009.78	50,956.50
同比增速	20.34%	20.13%	18.42%	18.48%
归母净利润	13,246.39	15,650.07	18,966.18	22,865.92
同比增速	27.79%	18.15%	21.19%	20.56%
EPS(元)	9.02	10.63	12.88	15.53
P/E	19.89	18.21	15.03	12.46

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至2024年5月7日

正文目录

1. 业绩回顾：成长势能充足，盈利持续提升.....	4
2. 前景展望：浓香名酒，复兴正当时	9
3. 盈利预测与估值.....	12
3.1. 盈利预测	12
3.2. 估值	12
4. 风险提示	13

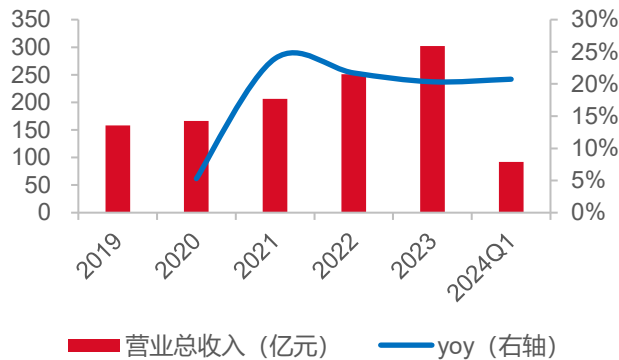
图表目录

图 1 2019-2023 年营收 CAGR 为 17.58%	4
图 2 2019-2023 归母净利润 CAGR 为 29.97%	4
图 3 2019-2023 年销量企稳回升	4
图 4 2019-2023 年吨价不断攀升	4
图 5 2019-2023 年分产品收入占比	5
图 6 2019-2023 年分产品收入增速	5
图 7 2020-2023 年各渠道营收及增速	5
图 8 2019-2024Q1 毛利率及净利率	6
图 9 2019-2023 年各产品毛利率	6
图 10 泸州老窖三费及研发费用率	6
图 11 2019-2023 年泸州老窖 ROE (平均)	7
图 12 现金、交易性金融资产及其他资产占比	7
图 13 总资产、现金、交易性金融资产及其他资产规模 (亿元)	7
图 14 泸州老窖自 1994 年上市以来现金分红及股利支付率	8
图 15 2019 年至今公司合同负债	8
图 16 2019-2023 年泸州老窖现金及现金等价物	8
图 17 2016 年起, 白酒行业产量逐步回落	9
图 18 白酒销售价格呈现上升趋势	9
图 19 白酒行业 CR5 集中度不断提升	9
图 20 高端白酒市占率不断提升	10
图 21 国窖、泸州老窖双品牌运作, 覆盖全价格带	11
表 1 公司经销商情况	5
表 2 泸州老窖 2019-2023 年杜邦分析	7
表 3 泸州老窖为唯一蝉联五届国家名酒称号的浓香型白酒	10
表 4 泸州老窖自 2015 年起逐步布局技改项目	11
表 5 按产品类型盈利预测	12
表 6 同业估值比较表 (截至 2024 年 5 月 7 日)	13
附录: 三大报表预测值	14

1.业绩回顾：成长势能充足，盈利持续提升

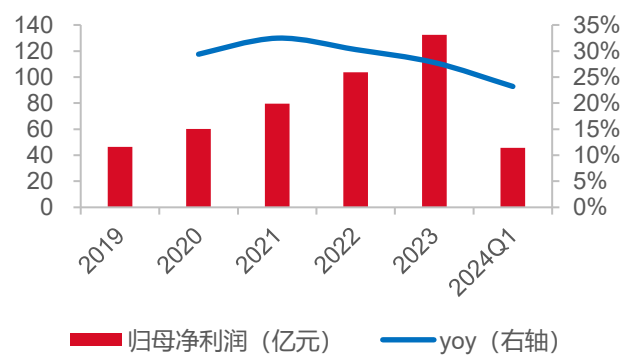
2023 年公司营业收入 302.33 亿元 (同比+20.34%)，归母净利润 132.46 亿元 (同比+27.79%)，量价齐升拉动公司增长 (量同比+11.74%/价同比+7.69%)，业绩符合市场预期。公司业绩稳健且维持高增速。2019-2023 年营收、归母净利润 CAGR 分别为 17.58%和 29.97%，盈利增速高于收入。2024Q1 营收和归母净利润分别为 91.88 亿元 (同比+20.74%)，45.74 亿元 (同比+23.20%)，略超市场预期。

图1 2019-2023 年营收 CAGR 为 17.58%



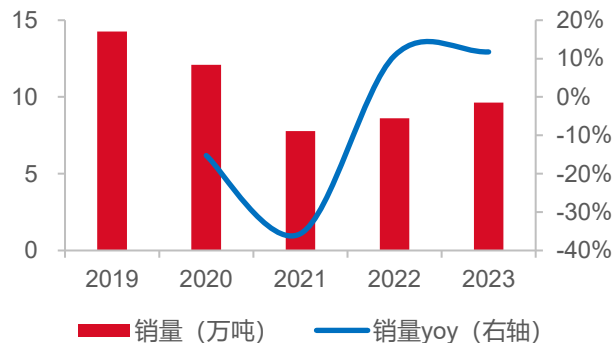
资料来源：wind，东海证券研究所

图2 2019-2023 年归母净利润 CAGR 为 29.97%



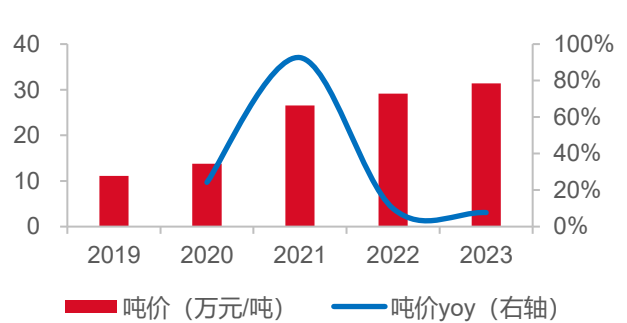
资料来源：wind，东海证券研究所

图3 2019-2023 年销量企稳回升



资料来源：wind，东海证券研究所

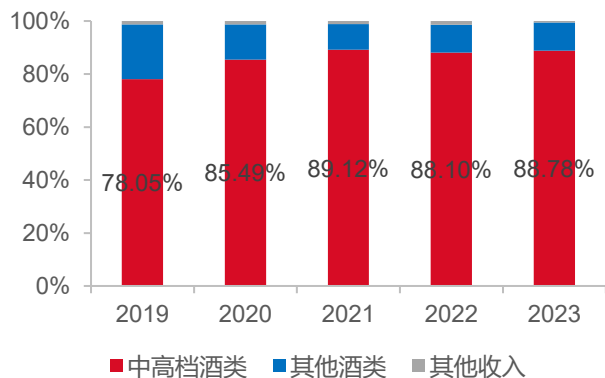
图4 2019-2023 年吨价不断攀升



资料来源：wind，东海证券研究所

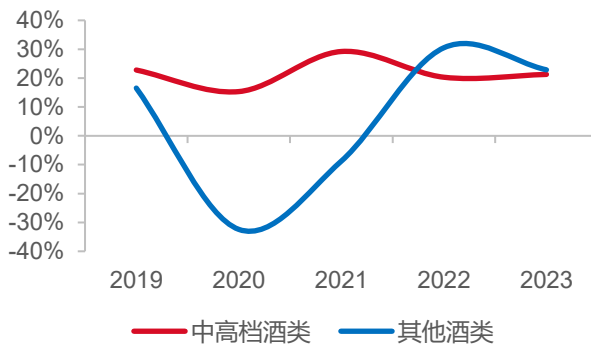
中高档酒价增显著，驱动业绩高增长。2023 年中高端酒营收延续高增速，同比提升 21.28% 至 268.41 亿元，价为主要增量贡献，量/价分别同比+1.24%/+19.79%，得益于国窖 1573 提价、腰部产品控量挺价以及产品结构升级；预计 2023 年国窖收入增速达 20%+，其中高度略快于低度。其他酒类营收 32.36 亿元 (同比+22.87%)，其中头曲预计同比增长 20%+。2024Q1 高端酒国窖收入预计同比增长 15%-20%，中档酒增速高于公司整体，其中 60 版特曲增速预计为 30%左右。

图5 2019-2023 年分产品收入占比



资料来源: wind, 东海证券研究所 注: 合并 2019 年高档和中档酒类为中高档类

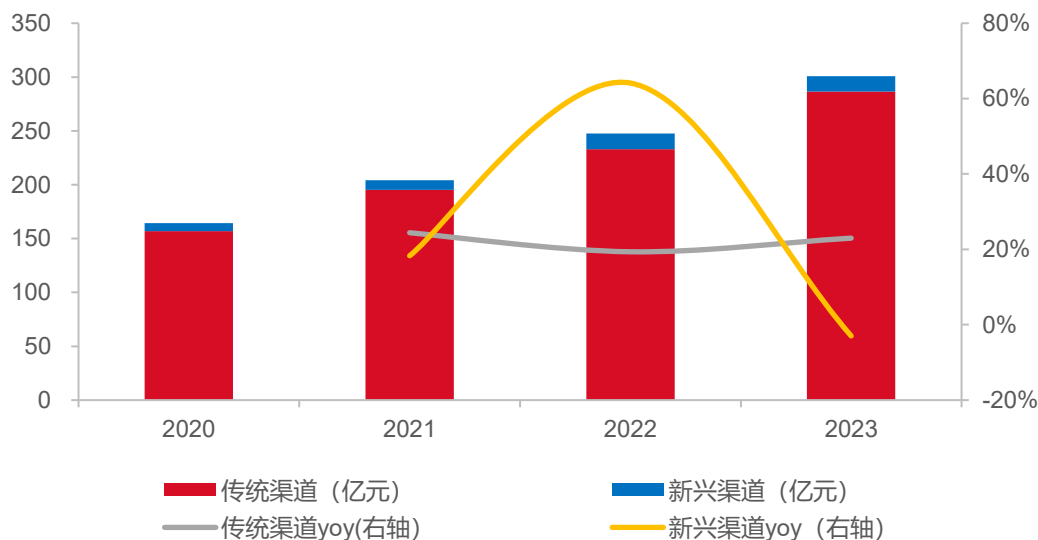
图6 2019-2023 年分产品收入增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

经销管理成效显著，区域深耕不断深化。传统渠道为公司业绩主要驱动力，2023 年传统、新兴渠道营收分别为 286.57 亿元（同比+22.98%）、14.20 亿元（同比-2.97%）。2023 年经销商数量为 1814 家，平均销售规模为 1579.77 万元（同比+24.00%），单经销商销售质量持续提升。2024 年，公司坚持深耕基地市场，同时积极拓展华中、华东等市场，在区域深耕不断深化下，增长势能有望延续。

图7 2020-2023 年各渠道营收及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

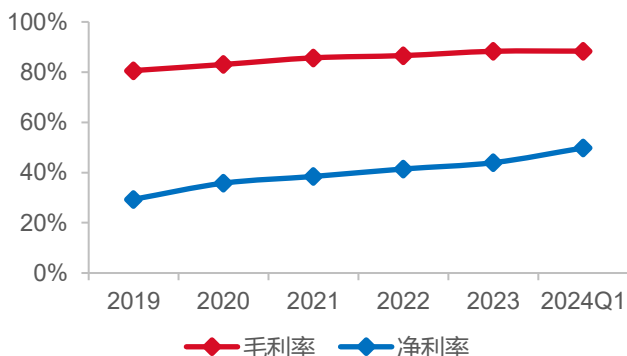
表1 公司经销商情况

	2021 年	2022 年	2023 年
期初经销商	2221	1931	1829
新增	415	67	30
减少	705	169	45
期末经销商	1931	1829	1814
平均经销商规模 (万元)	1011.08	1274.03	1579.77

资料来源: wind, 东海证券研究所

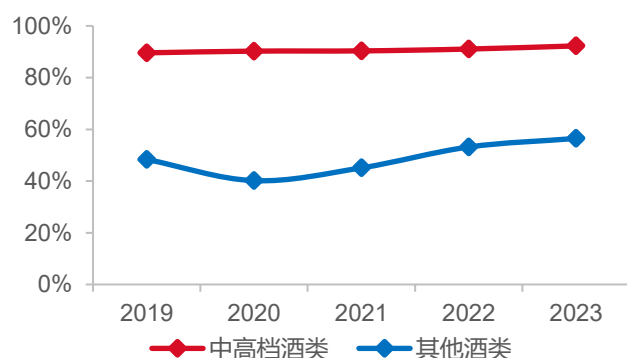
毛利费效共同发力，盈利能力提升显著。2023 年毛利率为 88.30% (同比+1.71pct)，其中中高档毛利率 92.27% (同比+1.22pct)，其他酒类毛利率 56.48% (同比+3.31pct)，得益于提价及产品结构升级。2023 年公司费效持续提升，期间费用率为 16.44% (同比-1.60pct)，其中销售费率为 13.15% (同比-0.58pct)、管理费率为 3.77% (同比-0.86pct)，最终净利率达 43.95% (同比+2.51pct)。2024Q1 毛利率为 88.37% (同比+0.92pct)，期间费用率为 9.96% (同比-2.26pct)，其中销售费率为 7.85% (同比-1.23pct)、管理费率为 2.49% (同比-0.79pct)，最终净利率达 49.83% (同比+0.92pct)。随着五码体系赋能公司精准营销和投放费用，预计费效改善有望延续。

图8 2019-2024Q1 毛利率及净利率



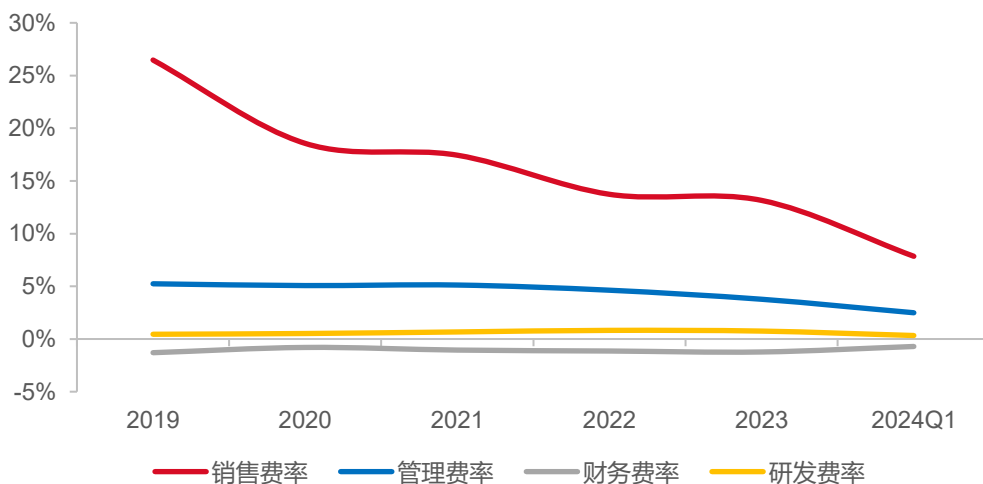
资料来源：wind，东海证券研究所

图9 2019-2023 年各产品毛利率



资料来源：wind，东海证券研究所

图10 泸州老窖三费及研发费用率



资料来源：wind，东海证券研究所

公司已步入高质量发展阶段，我们认为在销售费率稳中有降情况下，公司仍能保持高速发展。**第一**，得益于前几年理顺价格体系，公司已进入高质量发展阶段，当前国窖 1573 规模和影响力持续提升，腰部及塔基产品发展势头良好。**第二**，公司大部分营销性文化设施或将于近几年完成，文化、产品、技术或将进一步深入人心，助力公司实现更高费效比。**第三**，公司当前数字化架构已搭建完成，未来或将完善会员系统，费用投放有望进一步优化。

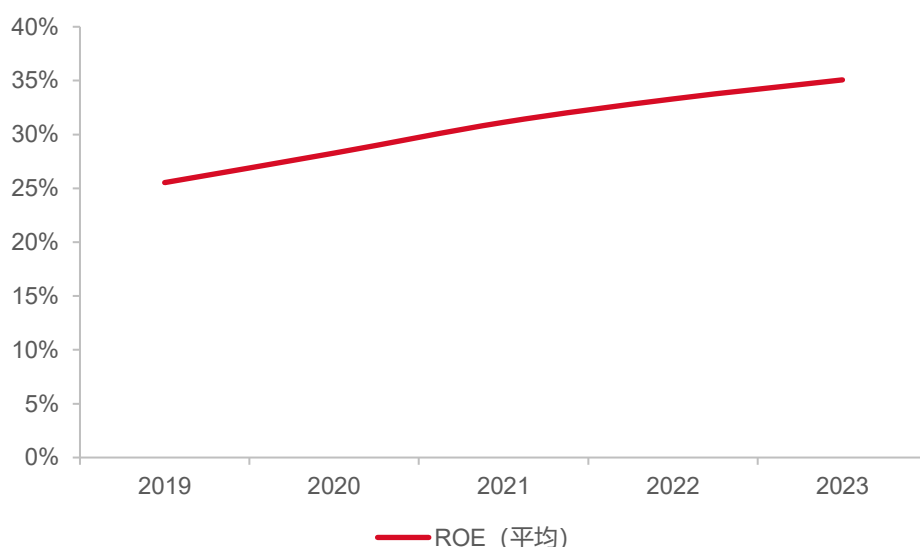
ROE 长期提升空间较大。2023 年公司 ROE 为 35.04%，受益于净利率不断提升，公司 ROE 持续攀升。我们认为公司 ROE 提升空间仍较大，一方面，公司当前现金资产占比较高，随着技改项目投建，现金资产逐步转变为投入产出比较高的固定资产及运营资本后，ROE 有望提升；另一方面，在公司产品结构升级和数字化系统赋能背景下，我们认为毛利率和费效仍够继续提升，净利率或将持续上行。

表2 泸州老窖 2019-2023 年杜邦分析

	2019	2020	2021	2022	2023
净资产收益率 (平均) (%)	25.53	28.27	31.13	33.30	35.04
销售净利率 (%)	29.35	36.06	38.54	41.26	43.81
资产周转率 (次)	0.61	0.52	0.53	0.53	0.53
权益乘数	1.42	1.50	1.53	1.52	1.52

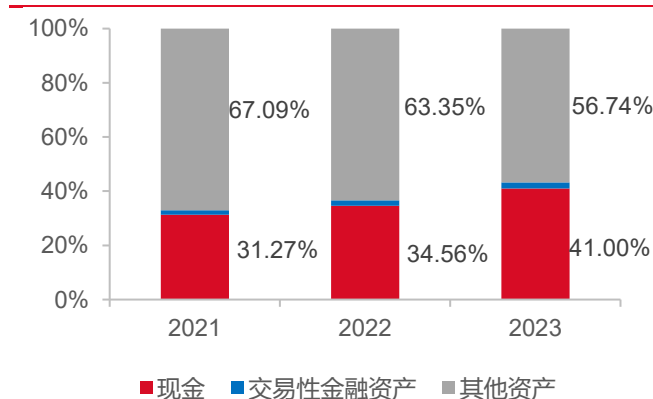
资料来源：wind，东海证券研究所

图11 2019-2023 年泸州老窖 ROE (平均)



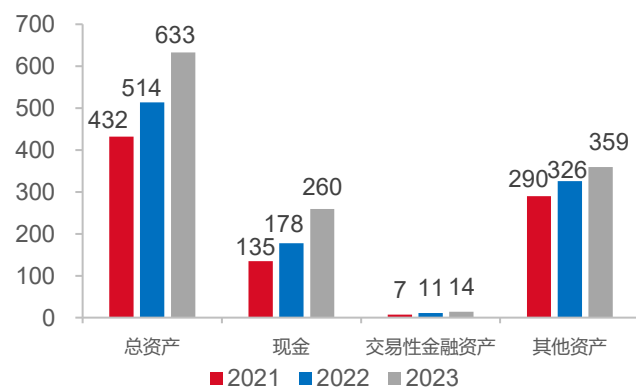
资料来源：wind，东海证券研究所

图12 现金、交易性金融资产及其他资产占比



资料来源：wind，东海证券研究所

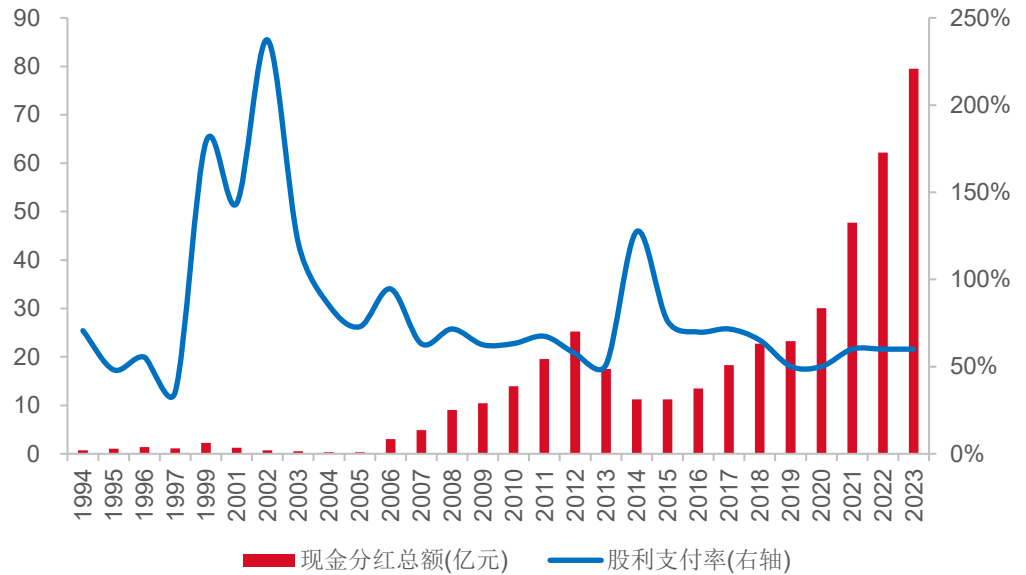
图13 总资产、现金、交易性金融资产及其他资产规模 (亿元)



资料来源：wind，东海证券研究所

上市以来分红率亮眼，具备长期配置价值。自 1994 年上市以来，公司累计现金分红总额 353.53 亿元，平均分红率高达 57.22%，在沪深 5000 余家上市公司中名列前茅，且符合新“国九条”的政策要求。长期来看，我们认为在新“国九条”的监管下，公司依托稳定商业模式，充沛现金流及高分红率，具备长期配置价值。

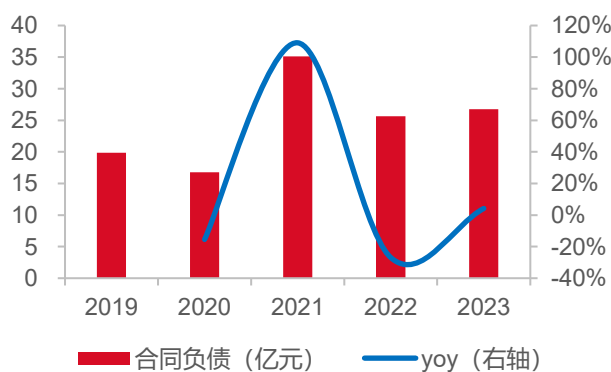
图14 泸州老窖自 1994 年上市以来现金分红及股利支付率



资料来源：wind，东海证券研究所

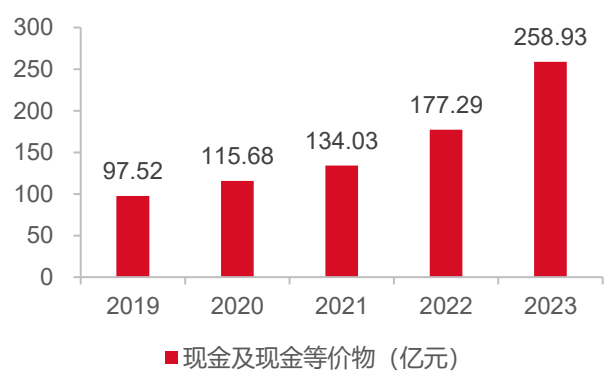
现金流健康，现金储备充沛。2023 年公司合同负债为 26.73 亿元（同比+4.17%），销售收现同比增长 21.91%，高于营收增速。截至 2023 年末，现金及现金等价物达 258.93 亿元（同比+46.05%），现金储备充沛。2024Q1，合同负债为 25.35 亿元（同比+46.88%），维持高位；销售收现同比增长 32.31%，高于收入增速。

图15 2019 年至今公司合同负债



资料来源：wind，东海证券研究所

图16 2019-2023 年泸州老窖现金及现金等价物

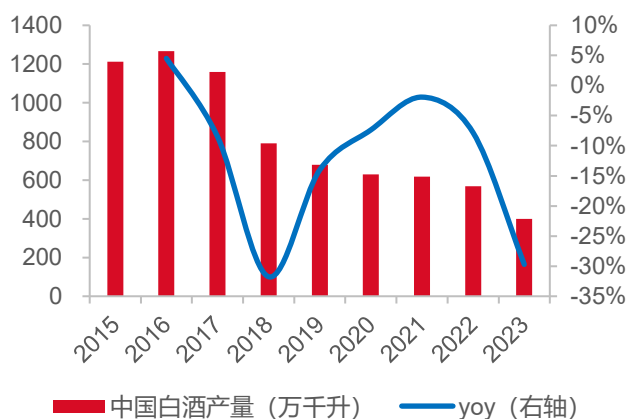


资料来源：wind，东海证券研究所

2.前景展望：浓香名酒，复兴正当时

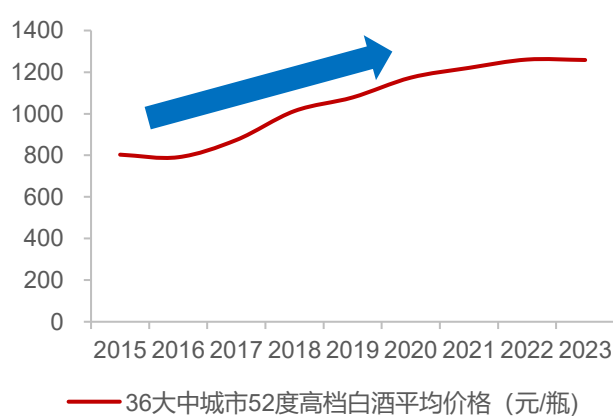
量减价增仍为白酒行业主旋律，高端酒市占率不断提升。白酒产量自2016年见顶后逐步回落，2016-2023年白酒产量CAGR为-15.17%，销售价格CAGR为6.86%。在“少喝酒，喝好酒”观念影响下，高端酒市场表现较好，头部玩家市占率不断提升，2023年CR5达41.68%，相比2019年提升9.39pct。我们认为，泸州老窖发展动力充足，未来在行业内竞争力将不断提升，一方面公司已提前完成产品结构调整，适应市场的快速变化，同时产能可支撑产品释放，另一方面公司区域拓展空间广阔，当前推进基地市场“挖井工程”并聚焦突破弱势区域市场。

图17 2016年起，白酒行业产量逐步回落



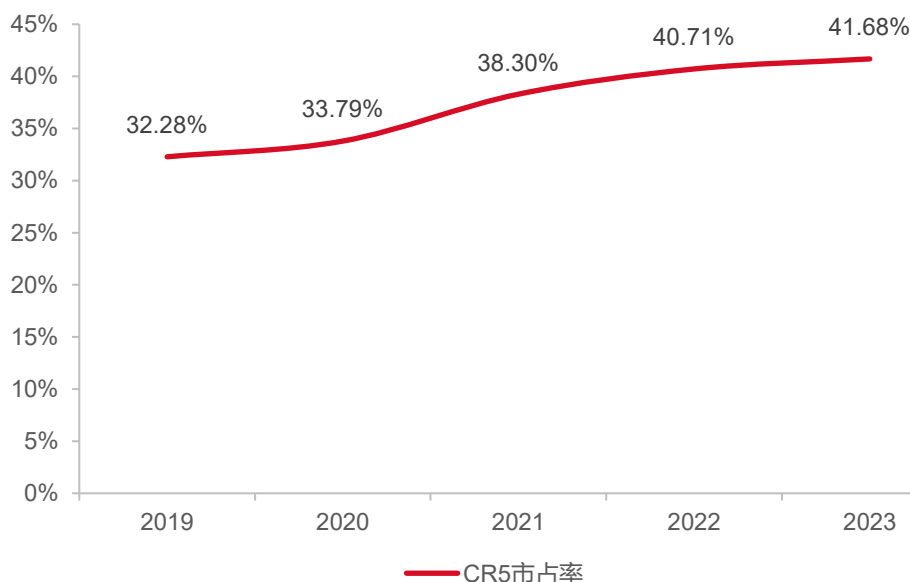
资料来源：wind，东海证券研究所

图18 白酒销售价格呈现上升趋势



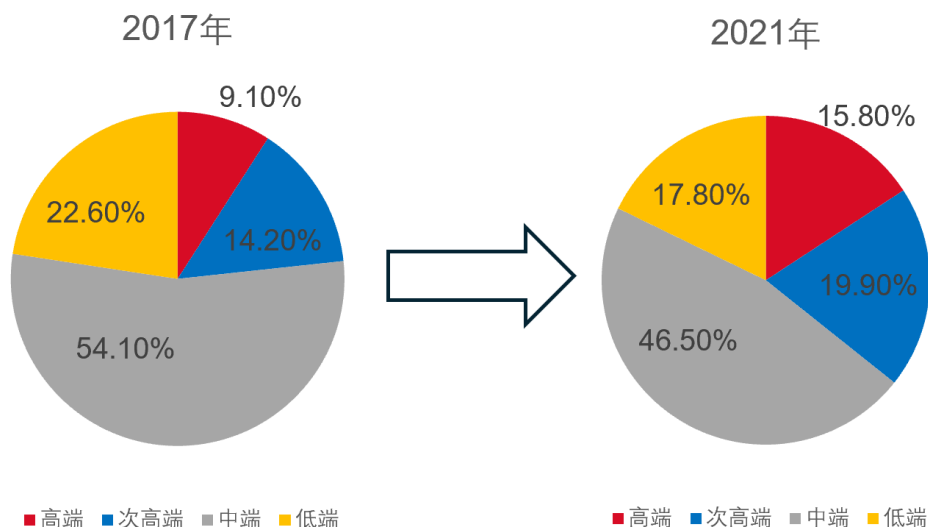
资料来源：wind，东海证券研究所

图19 白酒行业CR5集中度不断提升



资料来源：wind，东海证券研究所

图20 高端白酒市占率不断提升



资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所

浓香型白酒鼻祖，酿造技艺源远流长，百年窖池行业领先。泸州老窖在明清 36 家酿酒作坊的基础上成立，其酿造技艺源远流长，由公元 1324 年郭怀玉始创，至今已历经 24 代人连续传承 700 年。另外，公司拥有全国唯一国家级重点文物保护的老窖池群——始建于公元 1573 年，建造最早、连续使用最长的 1573 国宝窖池群，且公司百年以上的窖池占行业 90%以上。1952 年，在国家首届评酒会上，泸州老窖与茅台、汾酒、西凤被评为“中国四大名酒”，之后连续蝉联“国家名酒”称号，成为唯一蝉联五届国家名酒称号的浓香型白酒。

表3 泸州老窖为唯一蝉联五届国家名酒称号的浓香型白酒

时间	评酒会	名酒品牌
1952 年	第一届全国评酒会	茅台酒，汾酒， 泸州老窖特曲 ，西凤酒
1963 年	第二届全国评酒会	五粮液，古井贡酒， 泸州老窖特曲 ，全兴大曲酒，茅台酒，西凤酒，汾酒，董酒
1979 年	第三届全国评酒会	茅台酒，汾酒，五粮液，剑南春，古井贡酒，洋河大曲酒，董酒， 泸州老窖特曲
1984 年	第四届全国评酒会	茅台酒，汾酒，五粮液，洋河大曲，剑南春，古井贡酒，董酒，西凤酒， 泸州老窖特曲 ，全兴大曲，双沟大曲，特质黄鹤楼，郎酒
1989 年	第五届全国评酒会	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、宋河粮液、沱牌曲酒、武陵酒、宝丰酒

资料来源：全国评酒会，东海证券研究所

双品牌运作，大单品聚焦。公司产品矩阵完善，已构建“双品牌、三品系、大单品”的品牌体系，覆盖高中低价格带。其中国窖 1573 定位高端，引领公司品牌高度不断提升，目前位于国内高端酒前列，2023 年国窖营收超过 200 亿元；泸州老窖主打中低档，品牌复兴工程成效显著，价格升级趋势明显，2021 年公司推出泸州老窖 1952，进一步向上拓展次高端价格带；2023 年，特曲 60 版收入预计超 20 亿元，窖龄规模预计超 10 亿元。

图21 国窖、泸州老窖双品牌运作，覆盖全价格带



资料来源：公司官网，京东，东海证券研究所（截至 2024 年 4 月 19 日）

技改提升现有产能，奠定产品放量基础。2023 年公司实际产能达 17 万吨，在建产能为 8 万吨。公司具备前瞻战略眼光，自 2015 年起逐步布局技改项目，其中酿酒工程技改项目（一期工程）已于 2020 年 12 月完成，二期工程预计于 2025 年完成，届时累计新增基酒达 10 万吨，曲药 10 万吨和新增储酒能力 38 万吨，为后续产品全国化放量奠定了坚实的基础。

表4 泸州老窖自 2015 年起逐步布局技改项目

项目	扩产情况	投入时间	投入金额（亿元）
酿酒工程技改项目（一期工程）	新增基酒 10 万吨，曲药 10 万吨，	2020 年 12 月	74.14
酿酒工程技改项目（二期工程）	储酒能力 30 万吨	预计 2025 年 12 月	
增加酿酒工程技改项目	储酒能力由 30 万吨提升至 38 万吨	预计 2026 年	14.63
智能酿造技改项目（一期）	新增基酒 8 万吨、基酒储存能力 10.4 万吨	预计 2026 年	47.83

资料来源：wind，东海证券研究所

3.盈利预测与估值

3.1.盈利预测

收入端：

1.中高档酒类：价格方面，2023 年腰部产品的控量保价成效初显，叠加国窖坚持良性发展，产品结构或将保持升级趋势，预计 2024-2026 年价格增速分别为 15%、10%、5%；销量方面，2024 年公司进一步深耕基地市场，同时积极拓展华中、华东等市场，放量可期，另外，考虑到技改 2025 年和 2026 年投产，预计 2024-2026 销量增速分别为 5%、8%、13%。综上，我们预计公司中高档酒仍将保持量价齐升的趋势，预计 2024-2026 年收入增速分别为 20.75%、18.80%、18.65%。

2.其他酒类：产品以头曲为核心，当前头曲增长平稳，我们认为产品结构逐步升级和产能释放将拉动增长，预计 2024-2026 年收入增速分别为 15.50%、13.30%、17.30%。

盈利端：随着 2023 年茅台提价，进一步打开千元价格带行业空间，以及公司紧跟提价，我们认为公司中高档酒类毛利率将逐步提升，预计 2024-2026 年中高档酒类毛利率分别为 92.50%、92.80%、93.00%；随着定位高线光瓶酒的黑盖逐步放量，其他酒类产品结构或将持续升级，预计 2024-2026 年其他酒类毛利率分别为 57.50%、58.50%、59.50%。

表5 按产品类型盈利预测

		2023	2024E	2025E	2026E
中高档酒类	收入 (百万元)	26841.34	32410.92	38504.17	45685.20
	YOY	21.28%	20.75%	18.80%	18.65%
	毛利率	92.27%	92.50%	92.80%	93.00%
其他酒类	收入 (百万元)	3235.94	3737.51	4234.60	4967.18
	YOY	22.87%	15.50%	13.30%	17.30%
	毛利率	56.48%	57.50%	58.50%	59.50%
其他业务	收入 (百万元)	156.02	187.23	205.95	226.54
	YOY	-56.35%	20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	53.37%	53.37%	53.37%	53.37%
合计	收入 (百万元)	12182.31	15409.18	18661.43	22196.42
	YOY	31.39%	26.49%	21.11%	18.94%
	毛利率	66.28%	66.38%	66.48%	66.58%

资料来源：wind，东海证券研究所

3.2.估值

相对估值：可比上市公司贵州茅台、五粮液、山西汾酒 2024E 行业平均 PE 为 22.75，公司 PE 为 18.21，低于行业均值。

表6 同业估值比较表 (截至 2024 年 5 月 7 日)

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润增速			P/E		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	22235	17.46%	16.08%	14.96%	25.33	21.82	18.98
五粮液	6053	12.44%	12.12%	11.78%	17.82	15.89	14.22
山西汾酒	3295	25.81%	22.48%	20.79%	25.09	20.49	16.96
泸州老窖	2850	18.15%	21.19%	20.56%	18.21	15.03	12.46

资料来源：万得一致预测，东海证券研究所

4.风险提示

- 1、宏观经济增长不及预期：**白酒行业受宏观经济影响较大，如果经济增长不及预期，将影响企业生产经营和居民收入水平，消费者将减少白酒消费，最终影响影响公司收入。
- 2、政策管控的风险：**白酒行业历次消费税、2013 年“三公消费”政策等对行业产生了一定影响，如果未来国家对白酒制定相关控制措施，仍有可能对白酒行业产生较大影响。
- 3、产量提升不及预期的风险：**公司正在进行技改的建设，如果建设进度不及预期，可能对未来公司业绩产生影响。
- 4、库存积压风险：**如果公司库存出现过高时，不能快速消化，可能会对公司产品价盘造成冲击，最终影响公司收入。

附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30,233	36,320	43,010	50,957	货币资金	25,952	38,544	49,752	64,324
%同比增速	20%	20%	18%	18%	交易性金融资产	1,427	1,791	2,154	2,519
营业成本	3,537	4,078	4,628	5,320	应收账款及应收票据	17	20	12	14
毛利	26,696	32,242	38,381	45,637	存货	11,622	12,654	16,109	18,989
%营业收入	88%	89%	89%	90%	预付账款	202	206	229	258
税金及附加	4,133	5,030	5,918	7,034	其他流动资产	6,138	7,116	8,269	9,871
%营业收入	14%	14%	14%	14%	流动资产合计	45,358	60,331	76,525	95,974
销售费用	3,974	4,722	5,505	6,319	长期股权投资	2,708	2,749	2,790	2,831
%营业收入	13%	13%	13%	12%	投资性房地产	38	57	65	79
管理费用	1,139	1,199	1,204	1,223	固定资产合计	8,613	9,422	9,836	10,385
%营业收入	4%	3%	3%	2%	无形资产	3,398	3,794	4,149	4,524
研发费用	226	285	329	395	商誉	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	递延所得税资产	674	468	468	468
财务费用	-371	187	176	233	其他非流动资产	2,504	2,347	2,494	2,477
%营业收入	-1%	1%	0%	0%	资产总计	63,294	79,168	96,327	116,738
信用减值损失	1	0	0	0	应付票据及应付账款	2,357	2,758	3,107	3,584
其他收益	54	59	73	85	应付职工薪酬	524	710	746	892
投资收益	85	127	135	169	应交税费	2,940	4,282	4,626	5,744
公允价值变动收益	63	4	6	7	其他流动负债	4,250	6,785	7,455	8,559
资产处置收益	45	41	56	62	流动负债合计	10,071	14,535	15,934	18,780
营业利润	17,842	21,051	25,520	30,756	长期借款	10,000	13,334	17,778	22,645
%营业收入	59%	58%	59%	60%	应付债券	1,499	669	1,308	1,244
营业外收支	-36	-14	-25	-19	递延所得税负债	143	132	132	132
利润总额	17,806	21,037	25,495	30,737	其他非流动负债	50	55	51	50
%营业收入	59%	58%	59%	60%	负债合计	21,763	28,725	35,204	42,851
所得税费用	4,517	5,337	6,468	7,798	归属于母公司的所有者权益	41,391	50,252	60,873	73,564
净利润	13,289	15,700	19,027	22,939	少数股东权益	140	190	251	324
%营业收入	44%	43%	44%	45%	股东权益	41,532	50,442	61,124	73,887
归属于母公司的净利润	13,246	15,650	18,966	22,866	负债及股东权益	63,294	79,168	96,327	116,738
%同比增速	28%	18%	21%	21%	现金流量表				
少数股东损益	42	50	61	73	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (元/股)	9.02	10.63	12.88	15.53	经营活动现金流净额	10,648	17,985	17,113	22,807
基本指标	2023A	2024E	2025E	2026E	投资	107	-360	-357	-359
EPS	9.02	10.63	12.88	15.53	资本性支出	-1,432	-1,693	-1,608	-1,637
BVPS	28.12	34.14	41.35	49.98	其他	57	127	136	169
PE	19.89	18.21	15.03	12.46	投资活动现金流净额	-1,268	-2,014	-1,904	-1,908
PEG	0.72	1.00	0.71	0.61	债权融资	5,325	3,975	5,080	4,802
PB	6.38	5.67	4.68	3.87	股权融资	10	51	0	0
EV/EBITDA	13.91	11.95	9.69	7.75	支付股利及利息	-6,546	-7,385	-9,080	-11,130
ROE	32%	31%	31%	31%	其他	-8	-22	0	0
ROIC	24%	24%	23%	23%	筹资活动现金流净额	-1,218	-3,380	-4,000	-6,328
					现金净流量	8,164	12,592	11,208	14,572

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为 2024 年 05 月 7 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证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, 本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089