

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	186.94
总股本/流通股本(亿股)	14.72 / 14.67
总市值/流通市值(亿元)	2,752 / 2,743
52周内最高/最低价	244.97 / 144.21
资产负债率(%)	34.4%
市盈率	20.73
第一大股东	泸州老窖集团有限责任公司

研究所

分析师：蔡雪昱
SAC 登记编号：S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com

泸州老窖(000568)

突破 300 亿，开年保持强劲增长韧性

● 事件

公司 2023 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 302.33/302.33/132.46/131.5 亿元，同比 20.34%/20.34%/27.79%/27.41%。分红率 60%、同比稳定。公司单 Q4 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 82.91/82.91/26.8/26.61 亿元，同比 9.1%/9.1%/24.78%/23.5%。开年一季度实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 91.88/91.88/45.74/45.52 亿元，同比 20.74%/20.74%/23.2%/23.41%，符合预期，保持强劲韧性增长。

● 核心要点

我们估计 2023 年国窖继续保持快于平均增速的较好态势、量增为主，基地市场深耕行动下、高度略快于低度；60 版特曲与整体齐头并进；窖龄下半年恢复，全年小幅增长；老字号特曲调整逐步到位；头曲增长超过平均。结构上两头增长更快。整体结构提升、税金比例/期间费用率下降，盈利能力再提升。2023 年公司毛利率/归母净利率为 88.3%/43.81%，分别同比 1.71/2.56pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.67%/13.15%/3.77%/0.75%/-1.23%，分别同比 -0.36/-0.58/-0.86/-0.07/-0.09pct。23Q4 公司毛利率/归母净利率为 87.91%/32.33%，分别同比 1.76/4.06pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.3%/18.91%/3.58%/1.18%/-1.47%，同比 -3.24/0.01/-0.78/0.28/-0.46pct。春节较晚&Q4 以库存去化、梳理市场为主，现金流正常回落。全年实现销售收现 315.89 亿元，同比 21.91%；经现净额 106.48 亿元，同比 23.86 亿元；年末合同负债 26.73 亿元，同比 1.07 亿元，环比增加-2.89 亿元（去年同口径环比增加 6.66 亿元）。单四季度实现销售收现 39.45 亿元，同比-28.84%，经现净额 15.96 亿元，同比-3.55 亿元。

开年一季度中高档酒占比提升带动毛利率，税金比例略增、三费比例继续下降、费效持续提升。国窖 1573 的高低度增速相当、动销双位数以上；60 版特曲提速，窖龄和老字号特曲恢复较好，增速较快，头曲相对平稳增长。24Q1 毛利率/归母净利率为 88.37%/49.78%，分别同比 0.28/0.99pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.44%/7.85%/2.49%/0.33%/-0.71%，分别同比 0.17/-1.23/-0.79/-0.01/-0.24pct。渠道反馈开年进度好于同期，报表端现金流较好、增长质量高。24Q1 公司实现销售收现 106.41 亿元，同比 32.31%；经现净额 43.59 亿元，同比 28.51 亿元；24Q1 末合同负债 25.35 亿元，同比 8.09 亿元，环比-1.38 亿元（去年同口径环比-8.41 亿元）。

区域战略再升级：在几大市场（西南、华北、华东）收入占比达70-80%的基础上，提出百亿四川、百亿河北，进一步深耕基地市场。

三大战略市场：在华东/华南基础上增加华中，华中的河南地区经过几年调整、实现突破，去年和今年 Q1 均快速增长，过去较稳健的两湖去年进行区域拆分，并提出华东 2.0 战略再突破、苏南地区增速较快。北上深实现单品突破。公司团队能力强，应对市场和竞争反应迅速、执行力强。2023 全年需求波动较大、春雷、秋收行动，深挖终端、切换五码产品、高效促动销，实现了以消费者开瓶扫码为核心的渠道利润兑付方式，维护渠道利润空间。年底启动渠道扩张计划、作为 2024 年增量基础。公司提出 2024 年度目标：力争实现营业收入同比增长不低于 15%，我们预计在区域战略再升级的背景下、国窖继续保持双位数以上增长、腰部提速、性价比产品线继续放量。

● 盈利预测与投资评级

我们看好公司发展，预计 2024-2026 年实现营收 364.46/430.75/504.37 亿元，同比增长 20.55%/18.19%/17.09%，预计 2024-2026 年归母净利润为 163.03/196.95/234.48 亿元，同比增长 23.08%/20.81%/19.06%，未来三年 EPS 分别为 11.08/13.38/15.93 元，对应当前股价 PE 为 17/14/12 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30233	36446	43075	50437
增长率(%)	20.34	20.55	18.19	17.09
EBITDA（百万元）	18102.43	22205.28	26327.78	30907.61
归属母公司净利润（百万元）	13246.39	16303.08	19695.09	23448.29
增长率(%)	27.79	23.08	20.81	19.06
EPS（元/股）	9.00	11.08	13.38	15.93
市盈率（P/E）	20.77	16.88	13.97	11.74
市净率（P/B）	6.65	5.38	4.37	3.57
EV/EBITDA	13.87	11.26	9.08	7.31

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	30233	36446	43075	50437	营业收入	20.3%	20.5%	18.2%	17.1%
营业成本	3537	4220	4941	5735	营业利润	28.9%	22.3%	20.8%	19.0%
税金及附加	4133	4873	5652	6517	归属于母公司净利润	27.8%	23.1%	20.8%	19.1%
销售费用	3974	4718	5490	6353	获利能力				
管理费用	1139	1348	1581	1831	毛利率	88.3%	88.4%	88.5%	88.6%
研发费用	226	262	302	348	净利率	44.0%	44.9%	45.9%	46.6%
财务费用	-371	-551	-991	-1452	ROE	32.0%	31.9%	31.3%	30.4%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	56.1%	56.3%	73.0%	83.5%
营业利润	17842	21821	26356	31372	偿债能力				
营业外收入	36	30	30	30	资产负债率	34.4%	32.2%	28.3%	25.1%
营业外支出	72	53	53	53	流动比率	4.50	4.12	4.31	4.52
利润总额	17806	21799	26334	31349	营运能力				
所得税	4517	5450	6584	7837	应收账款周转率	5.08	4.92	4.92	4.92
净利润	13289	16349	19750	23512	存货周转率	0.30	0.35	0.35	0.35
归母净利润	13246	16303	19695	23448	总资产周转率	0.48	0.48	0.49	0.49
每股收益(元)	9.00	11.08	13.38	15.93	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	9.00	11.08	13.38	15.93
货币资金	25952	37130	46930	58962	每股净资产	28.12	34.76	42.79	52.35
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	5956	7413	8762	10259	PE	20.77	16.88	13.97	11.74
预付款项	202	241	285	334	PB	6.65	5.38	4.37	3.57
存货	11622	12199	14281	16576	现金流量表				
流动资产合计	45358	58658	71978	87902	净利润	13289	16216	19618	23379
固定资产	8636	8084	7505	6899	折旧和摊销	668	958	984	1011
在建工程	1718	1432	1146	859	营运资本变动	-3844	2042	-1043	-1154
无形资产	3398	3285	3171	3058	其他	527	-526	-965	-1427
非流动资产合计	17936	17094	16225	15330	经营活动现金流净额	10639	18690	18594	21808
资产总计	63294	75752	88203	103232	资本开支	-1531	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	263	-8	-8	-8
应付票据及应付账款	2357	3056	3578	4152	投资活动现金流净额	-1268	-8	-8	-8
其他流动负债	7714	11179	13134	15296	股权融资	385	0	0	0
流动负债合计	10071	14235	16711	19448	债务融资	5317	-1533	-1898	-1840
其他	11692	10159	8261	6421	其他	-6920	-5971	-6888	-7927
非流动负债合计	11692	10159	8261	6421	筹资活动现金流净额	-1218	-7504	-8785	-9768
负债合计	21763	24393	24973	25869	现金及现金等价物净增加额	8154	11178	9800	12032
股本	1472	1472	1472	1472					
资本公积金	5185	5185	5185	5185					
未分配利润	34734	44515	56332	70401					
少数股东权益	140	186	241	305					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	41532	51359	63231	77363					
负债和所有者权益总计	63294	75752	88203	103232					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048