

2024年05月14日

# 泸州老窖 (000568.SZ)

## 公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

**买入-B(首次)**

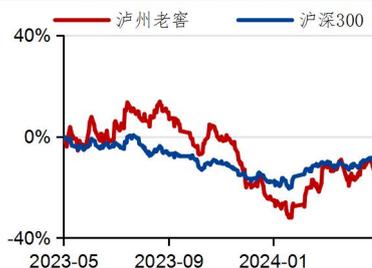
股价(2024-05-14)

181.93元

### 交易数据

总市值(百万元)	267,798.73
流通市值(百万元)	266,939.55
总股本(百万股)	1,471.99
流通股本(百万股)	1,467.27
12个月价格区间	240.99/147.01

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	1.27	9.72	-6.21
绝对收益	6.48	18.4	-13.34

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001  
 lixinxin@huajinsec.com

### 相关报告

## 向上势能不减，盈利持续提升

### 事件:

**23 年报:** 公司发布 2023 年年报及 24 年一季报, 23 年实现营收 302.33 亿元, 同比+20.34%; 归母净利润 132.46 亿元, 同比+27.79%; 扣非归母净利润 131.50 亿元, 同比+27.41%。其中, 23Q4 实现营收 82.91 亿元, 同比+9.10%; 归母净利润 26.80 亿元, 同比+24.78%; 扣非归母净利润 26.61 亿元, 同比+23.50%。

**24Q1:** 实现营收 91.88 亿元, 同比+20.74%; 归母净利润 45.74 亿元, 同比+23.20%; 扣非归母净利润 45.52 亿元, 同比+23.41%。

**24 年目标:** 力争实现营业收入同比增长不低于 15%。

**报表分析:** 23 年年报表现较好, 24Q1 合同负债同比提升。23 年现金回款 315.89 亿元, 同比+21.91%, 高于营收增速(+20.34%), 销售收现率 104%, 其中 23Q4 现金回款 39.45 亿元, 同比-28.84%, 低于营收增速(+9.10%); 合同负债为 26.73 亿元, 同比+1.07 亿元/环比-2.89 亿元。24Q1 现金收现约 106.41 亿元, 同比+32.31%, 高于营收增速(+20.74%), 销售收现率 116%。合同负债约 25.35 亿元, 同比+8.09 亿元/环比-1.38 亿元。

### 投资要点

◆ **23 年圆满收官, 传统渠道亮眼。** 23 年公司实现营收 302.33 亿元, 同比+20.34%, (其中 Q1: +20.57%; Q2: +30.46%; Q3: +25.41%; Q4: +9.10%)。

1) 分产品看, 23 年中高档酒/其他酒分别实现营收 268.41/32.36 亿元, 同比+21.28%/+22.87%, 中高档酒销量同比+1.24%, 吨价同比+19.79%, 主要系产品结构提升、国窖系列提价。23 年毛利率 88.30%, 同比+1.71pct, 主要系产品结构优化带动吨价提升。

2) 分渠道看, 23 年传统渠道/新兴渠道分别实现营收 286.57/14.20 亿元, 同比+22.98%/-2.97%, 传统渠道增长亮眼。23 年末公司境内经销商总数达 1710 家, 净增加 7 家。23 年公司有条不紊推进春雷行动、秋收计划等工作。24 年公司坚定“千一万三”双 124 工程建设目标, 持续推动区域市场下沉深耕和渠道终端扩容提质。

◆ **费效持续优化, 盈利能力提升。** 23 年销售/管理费用率分别为 13.15%/3.77%, 同比-0.58/-0.86pcts, 全年费用率相对稳定但投放结构有所变化, 销售费用中广告宣传费/促销费分别同比-14.15%/+107.62%。综合来看, 23 年归母净利率同比+2.56pct 至 43.81%, 盈利能力提升主要系毛利率改善及费用投入优化。

◆ **24Q1 经营分析:** 24Q1 实现营收 91.88 亿元, 同比+20.74%; 毛利率同比+0.28pct 至 88.37%, Q1 仍延续较优表现。24Q1 销售/管理费用率分别为 7.85%/2.49%, 同比-1.23/-0.79pct, 费效持续优化。24Q1 归母净利率同比+0.99pct 至 49.78%, 盈利能力小幅提升。



- ◆ **24年展望：渠道精细管控灵活，数字化营销赋能。** 1) **量：**公司双品牌持续发力，高度国窖品牌力强、低度国窖在多地形成浓厚氛围；泸州老窖系列窖龄、特曲等品牌发展势能足，多价位带产品持续发力。2) **价：**公司渠道管控精细费用投放灵活，五码关联体系上线有望进一步提高费效投入比，产品投放节奏、渠道利润分配管控精细，价盘有望逐步提升。3) **营销：**公司市场营销活动和费用规划将围绕数字化扫码开瓶制定，有望精准触达消费者，促进动销及开瓶，我们预计公司费效优化将进一步提升带动盈利能力提升。
- ◆ **中长期展望，品牌规划清晰，区域拓展潜力足。** 产品层面，公司延续“双品牌、三品系”策略。一方面国窖品牌坚定推进高端化，聚焦消费者建设、强调互动式消费体验；另一方面泸州老窖品牌进一步完善产品矩阵，24年春糖期间公司发布窖系列、天府粮仓系列产品，加强布局大众价位带。区域层面，当前公司在全国市场分布不均衡，将继续强基础筑粮仓。实施“挖井工程”坚定打造强势市场，同时重点拓展薄弱市场挖掘增长空间；其次根据各市场实际情况，“一城一策”推进“百城计划”，下沉至区县、乡镇市场。此外，公司当前加强团队储备、推进文化产业园及会员系统等项目建设，为后续品牌认知强化、消费者培育夯实基础。
- ◆ **投资建议：**短期来看，公司渠道精细化运作，量价增长可期。一方面公司核心产品已具备较强品牌力及消费氛围，多价位带持续发力；另一方面数字化赋能下公司渠道管控精细，重视消费者培育。中长期看，国窖品牌坚定高端化战略，泸州老窖品牌完善产品矩阵；区域维度公司强基础筑粮仓，增长潜力可期。我们预测公司24年至26年营业收入为363亿、429亿、499亿元，分别同比增长20.2%、18.1%、16.2%；归母净利润为162亿、194亿、228亿元，分别同比增长22.0%、20.0%和17.6%，EPS分别为10.98元、13.17元、15.48元，对应PE分别为16.6X、13.8X、11.8X，首次覆盖，给予“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示：**宏观经济恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全风险等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,124	30,233	36,330	42,920	49,858
YoY(%)	21.7	20.3	20.2	18.1	16.2
归母净利润(百万元)	10,365	13,246	16,156	19,385	22,789
YoY(%)	30.3	27.8	22.0	20.0	17.6
毛利率(%)	86.6	88.3	88.6	88.8	89.0
EPS(摊薄/元)	7.04	9.00	10.98	13.17	15.48
ROE(%)	30.3	32.0	28.0	26.4	24.6
P/E(倍)	25.8	20.2	16.6	13.8	11.8
P/B(倍)	7.8	6.5	4.7	3.6	2.9
净利率(%)	41.3	43.8	44.5	45.2	45.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测

分业务来看：

- (1) **中高档酒类**：含税销售价格大于等于 150 元/瓶的产品，主要包含国窖 1573、泸州老窖特曲、百年泸州老窖窖龄酒。公司国窖系列品牌力足，动销表现良好；泸州老窖系列品牌矩阵完善、费用投效果显著，我们预计 2024-2026 年公司中高档酒类营收增速分别为 20.0%、18.0%、16.0%。
- (2) **其他酒类**：含税销售价格小于 150 元/瓶的产品，主要包含泸州老窖头曲、泸州老窖黑盖。我们预计 2024-2026 年公司其他酒类营收增速分别为 22.5%、20.0%、18.0%。
- (3) **其他**：公司其他业务在整体营收中占比较小，我们预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 0%、0%、0%。

表 1：公司业务拆分（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1) 中高档酒类	18,397.4	22,132.6	26,841.3	32,209.6	38,007.3	44,088.5
YoY	29.2%	20.3%	21.3%	20.0%	18.0%	16.0%
毛利率	90.3%	91.0%	92.3%	92.6%	92.8%	93.0%
2) 其他酒类	2,017.8	2,633.6	3,235.9	3,964.0	4,756.8	5,613.1
YoY	-8.7%	30.5%	22.9%	22.5%	20.0%	18.0%
毛利率	45.1%	53.2%	56.5%	58.0%	58.8%	59.2%
3) 其他	227.1	357.4	156.0	156.0	156.0	156.0
YoY	10.8%	57.4%	-56.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	70.6%	56.6%	66.3%	65.0%	65.0%	65.0%
总计	20,642.3	25,123.6	30,233.3	36,329.7	42,920.2	49,857.6
YoY	24.0%	21.7%	20.3%	20.2%	18.1%	16.2%
总成本	2,952.4	3,369.5	3,537.2	4,157.6	4,805.6	5,485.5
毛利率	85.7%	86.6%	88.3%	88.6%	88.8%	89.0%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、可比公司估值

公司为高端白酒之一，品牌优势显著。可比公司选择时，我们选择高端酒及典型地产白酒，具体标的为贵州茅台、五粮液、山西汾酒、洋河股份、古井贡酒。

估值来看，可比公司 2024-2026 年估值平均为 20.6x、17.4x 和 15.0x，泸州老窖对应估值分别为 16.6x、13.8x 和 11.8x，相较于可比公司，泸州老窖估值处于较低位置，同时考虑到公司基本面短期坚挺，估值相对具有性价比。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	21,380.2	747.3	877.8	1,019.0	1,171.4	24.4	21.0	18.3
000858.SZ	五粮液	5,874.4	302.1	339.7	380.6	425.4	17.3	15.4	13.8
600809.SH	山西汾酒	3,210.6	104.4	131.5	161.2	194.3	24.4	19.9	16.5
002304.SZ	洋河股份	1,439.7	100.2	107.8	118.6	130.7	13.4	12.1	11.0
000596.SZ	古井贡酒	1,383.9	45.9	59.0	73.8	89.8	23.4	18.8	15.4
	平均	-	260.0	303.2	350.6	402.3	20.6	17.4	15.0
000568.SZ	泸州老窖	2,678.0	132.5	161.56	193.85	227.89	16.6	13.8	11.8

资料来源: Wind 一致预期, 泸州老窖盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 5 月 14 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	33552	45358	61860	73957	91272	<b>营业收入</b>	25124	30233	36330	42920	49858
现金	17758	25952	40491	50535	65689	营业成本	3370	3537	4158	4806	5486
应收票据及应收账款	6	17	11	23	16	营业税金及附加	3524	4133	5035	5945	6877
预付账款	114	202	178	271	251	营业费用	3449	3974	4650	5408	6232
存货	9841	11622	13606	15554	17732	管理费用	1162	1139	1272	1459	1645
其他流动资产	5833	7565	7575	7575	7585	研发费用	206	226	254	292	324
<b>非流动资产</b>	17834	17936	20658	23276	25701	财务费用	-286	-371	-404	-710	-1037
长期投资	2668	2708	2865	2995	3126	资产减值损失	-1	1	36	53	27
固定资产	8856	8613	10665	12685	14639	公允价值变动收益	-12	63	14	18	21
无形资产	3083	3398	3555	3802	3999	投资净收益	105	85	131	107	107
其他非流动资产	3227	3217	3573	3794	3937	<b>营业利润</b>	13847	17842	21546	25897	30486
<b>资产总计</b>	51385	63294	82518	97233	116973	营业外收入	28	36	31	31	31
<b>流动负债</b>	10652	10071	14567	14980	17368	营业外支出	20	72	53	53	49
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	13855	17806	21524	25875	30468
应付票据及应付账款	2312	2357	3131	3212	4028	所得税	3444	4517	5378	6468	7633
其他流动负债	8340	7714	11437	11767	13340	<b>税后利润</b>	10411	13289	16146	19407	22835
<b>非流动负债</b>	6405	11692	10273	8673	6814	少数股东损益	45	42	-11	22	46
长期借款	6176	11499	10080	8480	6621	<b>归属母公司净利润</b>	10365	13246	16156	19385	22789
其他非流动负债	229	193	193	193	193	EBITDA	14483	18636	21550	25757	30202
<b>负债合计</b>	17057	21763	24841	23653	24182	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	121	140	129	151	197	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1472	1472	1472	1472	1472	<b>成长能力</b>					
资本公积	4800	5185	5185	5185	5185	营业收入(%)	21.7	20.3	20.2	18.1	16.2
留存收益	28244	35288	44582	56121	70794	营业利润(%)	30.7	28.9	20.8	20.2	17.7
归属母公司股东权益	34208	41391	57548	73429	92594	归属于母公司净利润(%)	30.3	27.8	22.0	20.0	17.6
<b>负债和股东权益</b>	51385	63294	82518	97233	116973	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	86.6	88.3	88.6	88.8	89.0
						净利率(%)	41.3	43.8	44.5	45.2	45.7
						ROE(%)	30.3	32.0	28.0	26.4	24.6
						ROIC(%)	25.7	25.3	22.3	22.1	21.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	33.2	34.4	30.1	24.3	20.7
						流动比率	3.1	4.5	4.2	4.9	5.3
						速动比率	1.8	2.7	2.9	3.5	3.9
						<b>营运能力</b>					
						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
						<b>估值比率</b>					
						P/E	25.8	20.2	16.6	13.8	11.8
						P/B	7.8	6.5	4.7	3.6	2.9
						EV/EBITDA	17.6	13.5	11.1	8.8	7.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)