

# 泸州老窖 (000568.SZ)

## 坚持长期主义，数字化工程驱动管理变革

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 食品饮料 · 白酒 II

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码: S0980523090001

联系人: 张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

### 事项:

事件: 2024年6月27日, 泸州老窖2023年股东大会在泸州老窖指挥中心召开, 会议上公司就白酒行业的现状与展望、公司自身经营情况和战略规划等问题, 与投资者进行了充分交流。

**国信食品饮料观点:** 1) 公司组织优势明显, 坚持短期增长和长期发展的平衡, 保证市场价盘稳定、渠道库存良性的基础上, 力争2024年收入增速15%的目标; 2) 行业下行周期中市场份额进一步向头部酒企和大单品集中, 老窖品牌韧性突出; 3) 长期随着新消费群体的崛起, 白酒高端化趋势不变, 公司战略定力充足, 积极推进供应链战略和生态链战略, 夯实管理优势; 4) 公司自去年对全品系上线五码系统, 今年进一步加强渠道各环节“终端消费开瓶”的考核, 长期公司数字化工程的核心是管理改革, 推动组织扁平化、响应及时性、人效最大化。考虑今年行业仍处于弱复苏阶段, 白酒需求仍有压力, 我们下调公司EPS至10.64/12.47/14.30元(前值为10.93/13.15/15.52元), 对应PE 13.5/11.5/10.0x, 维持“优于大市”评级。

### 评论:

#### ◆ 坚持长期主义, 保障市场良性

泸州老窖组织优势突出, 坚持长期主义, 2023年二季度以来白酒行业需求承压, 面对下行周期的压力, 公司以渠道和公司长期利益为主, 不刻意追求高增长, 在市场良性基础上力争全年收入增速15%的经营目标。当前经销商库存略有压力, 终端和消费者端库存良性, 6月28日国窖公司停止接收国窖38度经典装订单及货物发运, 进一步表明了公司维护良好市场秩序的决心。

#### ◆ 行业集中度仍在提升, 公司长期战略定力充足, 管理优势突出

短期看, 行业下行周期中酒企集中度进一步提升, 市场份额向名酒和大单品集中, 头部酒企品牌韧性较好。长期看, 白酒行业新进入群体“00后”消费水平较高, 悦己消费驱动下, 未来高端酒具有“高品位”“高噱头”的发展趋势, 公司计划通过营销策略的调整, 及时捕捉和适应消费需求的变化。公司管理禀赋突出, 长期获得份额提升的核心优势在于稳定的战略复利, 坚持“十四五”供应链战略, 促进包装、储存、运输、营销体系的全方位数字化改革, 为“十五五”生态链战略打下基础。

#### ◆ 数字化工程的本质是管理体系的变革, 今年强化对终端消费者开瓶的考核

公司数字化改革领先于行业, 2023年全品系推动五码关联, 异地扫码率、窜货率、终端盈利能力等指标均有改善; 2024年公司将终端消费者开瓶指标运用于渠道各环节的考核, 促进市场真实动销。公司指出五码体系只是数字化工程上的重要举措之一, 全链路推进数字化改革的核心是管理体系的革命: 1) 随着销售规模的扩大, 市场管理难度边际提升, 传统的多层级营销管理体系需要向扁平化改革, 实现从决策层直达执行层, 提高市场响应速度; 2) 数字化系统将力量用于前端市场, 帮助决策层快速识别优秀销售人才和扰乱市场行为, 提升人效。

#### ◆ 投资建议: 维持“优于大市”评级

考虑到白酒行业短期需求承压，我们下调公司收入及盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入 356.43/415.27/474.16 亿元（前值为 362.80/429.92/500.85 亿元），同比增速 17.9%/16.5%/14.2%；预计 2024-2026 年公司归母净利润 156.59/183.60/210.53 亿元（前值为 160.92/193.51/228.38 亿元），同比增速 18.2%/17.2%/14.7%。当前股价对应估值 13.5/11.5/10.0x，已至历史较低水位，公司指引年度分红率不低于 60%，对估值具有支撑作用，给予“优于大市”评级。

#### ◆ 风险提示

白酒行业需求复苏不及预期；千元价位竞争加剧；政策风险等。

#### 相关研究报告：

- 《泸州老窖（000568.SZ）——一季度收入增长 21%，费用端持续精益优化》——2024-05-04
- 《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

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17758	25952	32127	37840	44011	营业收入	25124	30233	35643	41527	47416
应收款项	29	40	47	55	63	营业成本	3370	3537	4170	4820	5453
存货净额	9841	11622	12161	14712	16914	营业税金及附加	3524	4133	4776	5606	6401
其他流动资产	4851	6317	7129	8305	9483	销售费用	3449	3974	4455	5191	5927
<b>流动资产合计</b>	<b>33552</b>	<b>45358</b>	<b>52891</b>	<b>62340</b>	<b>71898</b>	管理费用	1162	1139	1312	1506	1701
固定资产	9665	10332	10411	10370	10243	研发费用	206	226	250	228	261
无形资产及其他	3083	3398	3262	3126	2990	财务费用	(286)	(371)	3	(117)	(236)
投资性房地产	2418	1498	1498	1498	1498	投资收益	105	85	250	250	250
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
<b>资产总计</b>	<b>51385</b>	<b>63294</b>	<b>70770</b>	<b>80042</b>	<b>89338</b>	其他收入	(151)	(126)	(250)	(228)	(261)
短期借款及交易性金融负债	82	79	0	0	0	营业利润	13847	17842	20945	24558	28160
应付款项	2312	2357	2664	3118	3570	营业外净收支	8	(36)	0	0	0
其他流动负债	8259	7635	8593	10038	11479	<b>利润总额</b>	<b>13855</b>	<b>17806</b>	<b>20945</b>	<b>24558</b>	<b>28160</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>10652</b>	<b>10071</b>	<b>11257</b>	<b>13156</b>	<b>15050</b>	所得税费用	3444	4517	5236	6139	7040
长期借款及应付债券	6176	11499	11499	11499	11499	少数股东损益	45	42	50	58	67
其他长期负债	229	193	193	193	193	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10365</b>	<b>13246</b>	<b>15659</b>	<b>18360</b>	<b>21053</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>6405</b>	<b>11692</b>	<b>11692</b>	<b>11692</b>	<b>11692</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>17057</b>	<b>21763</b>	<b>22949</b>	<b>24848</b>	<b>26742</b>	净利润	10365	13246	15659	18360	21053
少数股东权益	121	140	165	195	229	资产减值准备	82	(2)	(0)	(0)	0
股东权益	34208	41391	47655	54999	62368	折旧摊销	628	667	1076	1192	1263
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>51385</b>	<b>63294</b>	<b>70770</b>	<b>80042</b>	<b>89338</b>	公允价值变动损失	12	(63)	(19)	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(286)	(371)	3	(117)	(236)
每股收益	7.04	9.00	10.64	12.47	14.30	营运资本变动	(2847)	(2953)	(92)	(1837)	(1493)
每股红利	3.35	4.45	6.38	7.48	9.30	其它	(59)	23	25	29	34
每股净资产	23.24	28.12	32.37	37.36	42.37	<b>经营活动现金流</b>	<b>8183</b>	<b>10919</b>	<b>16650</b>	<b>17729</b>	<b>20856</b>
ROIC	31.51%	30.74%	33%	37%	39%	资本开支	0	(1318)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	30.30%	32.00%	33%	33%	34%	其它投资现金流	(367)	(354)	0	0	0
毛利率	87%	88%	88%	88%	88%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(408)</b>	<b>(1712)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1000)</b>
EBIT Margin	53%	57%	58%	58%	58%	权益性融资	16	10	0	0	0
EBITDA Margin	56%	59%	61%	61%	61%	负债净变化	3180	6821	0	0	0
收入增长	22%	20%	18%	17%	14%	支付股利、利息	(4929)	(6546)	(9396)	(11016)	(13684)
净利润增长率	30%	28%	18%	17%	15%	其它融资现金流	(48)	(1572)	(79)	0	0
资产负债率	33%	35%	33%	31%	30%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3531)</b>	<b>(1013)</b>	<b>(9475)</b>	<b>(11016)</b>	<b>(13684)</b>
股息率	2.3%	3.1%	4.4%	5.2%	6.5%	<b>现金净变动</b>	<b>4244</b>	<b>8194</b>	<b>6175</b>	<b>5713</b>	<b>6171</b>
P/E	20.4	15.9	13.5	11.5	10.0	货币资金的期初余额	13513	17758	25952	32127	37840
P/B	6.2	5.1	4.4	3.8	3.4	货币资金的期末余额	17758	25952	32127	37840	44011
EV/EBITDA	16.3	13.0	10.8	9.3	8.2	企业自由现金流	0	9251	15494	16486	19524
						权益自由现金流	0	14500	15413	16574	19701

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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