

研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：宋英男 S0350522040002
 songyn@ghzq.com.cn

2023Q1 业绩亮眼，盈利能力稳步提升，长期高质量发展可期

——泸州老窖（000568）2022 年报及 2023 一季报 点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现 2023/04/28

表现	1M	3M	12M
泸州老窖	-9.0%	-8.5%	7.6%
沪深 300	0.7%	-3.6%	2.8%

市场数据 2023/04/28

当前价格(元)	226.24
52 周价格区间(元)	155.18-265.98
总市值(百万)	333,022.51
流通市值(百万)	331,329.51
总股本(万股)	147,198.78
流通股本(万股)	146,450.46
日均成交额(百万)	1,728.33
近一月换手(%)	0.47

相关报告

《——泸州老窖（000568）点评报告：业绩韧性凸显，公司延续高质量发展（买入）*白酒 II*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-10-29
 《——泸州老窖（000568）点评报告：国窖稳健增长，Q2 业绩亮眼，激励落地释能（买入）*白酒 II*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-08-30
 《——泸州老窖（000568）事件点评：国窖释能，费用优化，利润弹性持续释放（买入）*饮料制造

事件：

公司发布 2022 年报，2022 年实现营业收入 251.24 亿元，同比+21.71%；归母净利润 103.65 亿元，同比+30.29%；扣非归母净利润 103.21 亿元，同比+30.91%；EPS 7.06 元/股；拟每 10 股派发现金红利 42.25 元（含税）。同时，公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度实现营业收入 76.10 亿元，同比+20.57%；归母净利润 37.13 亿元，同比+29.11%；扣非归母净利润 36.89 亿元，同比+28.77%。

投资要点：

- **2022 国窖保持稳健增长，产品结构进一步优化，净利率再创新高。** 2022 年中高档产品实现收入 221.3 亿元，同比增长 20.3%，其中量/价分别增长 17%/3%，预计国窖系列继续保持双位数增长，低度国窖增速更快；老字号特曲价盘及渠道库存经前期理顺后 2022 年站稳 300 元价位，动销起势。公司其他酒类产品同比增长 30.5%，其中量/价同比分别增长 7%和 23%，毛利率同比+8.1pct 至 53.2%，预计系低端产品品牌升级换代，聚焦头部产品，黑盖等核心单品持续培育所致。2022 年公司净利率同比+3.0pct 至 41.4%，再创历史新高，盈利能力提升主要受费率优化提振，公司销售费用率/管理费用率分别为 13.7%/4.6%，同比分别下降 3.7pct 和 0.5pct，毛利率同比提升 0.9pct 亦有影响。我们此前强调，老窖在高端酒企中属于销售费用率较低的品牌专营模式，有较大的费用优化空间，可以逐步释放利润弹性，2022 年表现继续印证我们的观点。
- **结构提升+费率优化，2023Q1 公司盈利能力持续提升。** 2023 年 Q1 公司营收/归母净利润同比分别增长 21%/29%，利润表现亮眼。预计一季度国窖继续保持高增，高度国窖增速更快，中档产品阶段性停货控价增速稍慢。2023Q1 公司净利率同比增加 3.1pct 至 48.9%，盈利能力持续提升，主要受毛利率同比+1.7pct 至 88.1%，以及销售费用率同比-1.6pct 至 9.1%影响。一季度公司销售收现/经营净现金流同比增长 7%和 33%，预计受一季度公司开放部分票据回款因素影

*薛玉虎, 刘洁铭, 宋英男》——2022-04-29

《——泸州老窖(000568)公司深度研究: 国窖乘势而进, 激励落地释能 (买入)*饮料制造*薛玉虎, 刘洁铭》——2022-04-07

《——泸州老窖(000568)事件点评: 国窖势能引领增长, 利润弹性继续释放 (买入)*饮料制造*薛玉虎, 刘洁铭》——2022-03-13

响; 公司期末合同负债为 17.3 亿元, 蓄水池稳健。

- **公司未来将继续保持高质量发展。**一季度公司回款和库存消化节奏良好, 终端动销快速恢复, 预计 2023Q2 环比向好趋势不改。从中长期看, 我们预计高度国窖未来仍将保持稳健增长, 而低度国窖将继续受益于次高端扩容、价格带向上裂变和低度化饮酒等趋势, 保持弹性增长; 特曲系列在近两年调整到位后也进入规模增量阶段。激励方案落地后将更好释放公司经营活力, 公司未来业绩韧性强, 有望实现高质量发展。
- **盈利预测和投资评级:** 我们认为公司在渠道和品牌端的核心竞争力突出, 管理用人能上能下, 薪酬体系高度市场化, 营销队伍有很强的战斗力。股权激励落地后预计公司的品牌势能、利润弹性将加速释放, 继续看好公司的长期成长性。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 8.94/10.92/13.16 元, 对应 PE 分别为 25/21/17 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 消费复苏节奏受抑制; 2) 市场竞争加剧导致费用提升; 3) 经济大幅波动致白酒价格下滑; 4) 产品升级节奏不及预期; 5) 食品安全风险。相关数据及资料与公司公布内容如有差异, 以公司公布内容为准。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25124	30684	36890	44300
增长率(%)	22	22	20	20
归母净利润(百万元)	10365	13153	16068	19370
增长率(%)	30	27	22	21
摊薄每股收益(元)	7.04	8.94	10.92	13.16
ROE(%)	30	31	31	31
P/E	31.77	25.32	20.73	17.19
P/B	9.65	7.90	6.45	5.31
P/S	13.14	10.85	9.03	7.52
EV/EBITDA	22.61	17.79	14.28	11.68

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：泸州老窖盈利预测表

证券代码:	000568				股价:	226.24	投资评级:	买入		日期:	2023/04/28
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E		
盈利能力					每股指标						
ROE	30%	31%	31%	31%	EPS	7.06	8.94	10.92	13.16		
毛利率	87%	87%	87%	88%	BVPS	23.24	28.63	35.09	42.58		
期间费率	17%	17%	16%	16%	估值						
销售净利率	41%	43%	44%	44%	P/E	31.77	25.32	20.73	17.19		
成长能力					P/B	9.65	7.90	6.45	5.31		
收入增长率	22%	22%	20%	20%	P/S	13.14	10.85	9.03	7.52		
利润增长率	30%	27%	22%	21%							
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E		
总资产周转率	0.49	0.50	0.51	0.51	营业收入	25124	30684	36890	44300		
应收账款周转率	4229.97	17719.71	18847.02	25542.92	营业成本	3370	3976	4638	5378		
存货周转率	2.55	2.96	3.41	2.76	营业税金及附加	3524	4185	4906	5980		
偿债能力					销售费用	3449	4020	4796	5759		
资产负债率	33%	32%	29%	28%	管理费用	1162	1538	1623	1816		
流动比	3.15	2.90	3.06	3.33	财务费用	-286	-314	-351	-376		
速动比	2.20	2.12	2.35	2.44	其他费用/(-收入)	206	189	262	325		
					营业利润	13847	17459	21385	25804		
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	8	-22	-21	-7		
现金及现金等价物	18831	22616	29667	36284	利润总额	13855	17437	21364	25798		
应收款项	6	2	2	2	所得税费用	3444	4337	5302	6413		
存货净额	9841	10359	10826	16036	净利润	10411	13100	16062	19385		
其他流动资产	4874	6767	8122	9156	少数股东损益	45	-52	-6	15		
流动资产合计	33552	39743	48617	61478	归属于母公司净利润	10365	13153	16068	19370		
固定资产	8856	11414	12315	13414							
在建工程	809	1045	1532	1598	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E		
无形资产及其他	5501	6736	7100	7816	经营活动现金流	8263	14481	17172	16411		
长期股权投资	2668	2847	2966	3066	净利润	10365	13153	16068	19370		
资产总计	51385	61786	72530	87370	少数股东权益	45	-52	-6	15		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	644	1027	988	1030		
应付款项	2312	4192	3349	4817	公允价值变动	12	12	13	14		
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-2827	639	393	-3700		
其他流动负债	8340	9506	12564	13641	投资活动现金流	-1874	-5544	-3161	-3184		
流动负债合计	10652	13698	15914	18457	资本支出	-969	-5068	-2741	-2871		
长期借款及应付债券	6176	5646	4674	5925	长期投资	-952	-771	-700	-598		
其他长期负债	229	229	229	229	其他	47	295	280	285		
长期负债合计	6405	5875	4903	6154	筹资活动现金流	-2078	-5745	-7534	-7088		
负债合计	17057	19572	20817	24612	债务融资	2200	-530	-972	1251		
股本	1472	1472	1472	1472	权益融资	670	0	0	0		
股东权益	34329	42213	51713	62759	其它	-4949	-5215	-6562	-8339		
负债和股东权益总计	51385	61786	72530	87370	现金净增加额	4326	3192	6477	6139		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

宋英男，从业证书编号：S0350522040002。复旦大学硕士，主要覆盖白酒、啤酒等板块，曾任职于方正证券、东吴证券等。

【分析师承诺】

薛玉虎，宋英男，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。