

2023年05月22日


 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

渠道库存良性，整体趋势向好

—泸州老窖（000568.SZ）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2023-05-19

当前股价(元)	213.15
总市值(亿元)	3138
总股本(百万股)	1472
流通股本(百万股)	1465
52周价格范围(元)	156.35-260.6
日均成交额(百万元)	1792.18

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《泸州老窖（000568）：一季度开门红，国窖势能不减》2023-04-29
- 《泸州老窖（000568）：进入攻坚阶段，势能持续向上》2023-03-26
- 《泸州老窖（000568）：春节动销好于预期，低度望继续发力》2023-02-10

产品战略清晰，渠道库存良性

产品端：1) 国窖 1573 持续保持良性增长，今年将继续以各区域内消费习惯为核心推进低度产品布局。2) 窖龄以 60 年为中心与特曲错位发展，以 90 年进行次高端布局，以 30 年跟随填补中档价格带；特曲 60 推动品牌复兴，今年适时布局低度产品。3) 黑盖作为大光瓶核心产品，目前处于培育期，以品牌活动进行消费者培育。4) 1952 作为泸州老窖系列旗舰产品，站位高度，保持合理节奏推广。**渠道端：**目前库存保持良性，进度符合预期，后续将着重开展消费者培育。

区域稳步扩张，费用端明显优化

区域扩张：1) 成熟市场西南和华北势能聚集，进行渠道下沉拓展，西南以高度为主，今年增长态势良好，华北以低度为主。2) 成长性市场以华东和华南为主，百城计划稳步推进，资源向北上广深等重点市场倾斜。**费用方面，**品牌势能上升叠加主动控制费效比，费用率优化明显。随着公司消费者培育和团购建设发力，核心单品高低度国窖同步推进，特曲 60 稳步放量，今年营收同增 15% 目标有望达成。

盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 分别为 8.66/10.57/12.73 元，当前股价对应 PE 分别为 25/20/17 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、国窖增长不及预期、特曲 60 增长不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入(百万元)	25,124	30,495	36,503	43,120
增长率(%)	21.7%	21.4%	19.7%	18.1%
归母净利润(百万元)	10,365	12,747	15,557	18,742
增长率(%)	30.3%	23.0%	22.0%	20.5%
摊薄每股收益(元)	7.04	8.66	10.57	12.73
ROE(%)	30.2%	30.4%	30.5%	30.4%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	17,758	25,326	34,385	45,582
应收款	29	25	40	59
存货	9,841	10,082	10,536	10,683
其他流动资产	5,924	6,863	7,414	7,710
流动资产合计	33,552	42,296	52,376	64,035
非流动资产:				
金融类资产	1,073	1,373	1,573	1,673
固定资产	8,853	8,748	8,359	7,880
在建工程	809	324	129	52
无形资产	3,083	2,929	2,775	2,628
长期股权投资	2,668	2,818	3,018	3,168
其他非流动资产	2,421	2,421	2,421	2,421
非流动资产合计	17,834	17,239	16,702	16,148
资产总计	51,385	59,535	69,078	80,183
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	2,312	2,688	2,897	3,052
其他流动负债	5,774	5,774	5,774	5,774
流动负债合计	10,652	11,220	11,672	12,016
非流动负债:				
长期借款	6,176	6,186	6,191	6,194
其他非流动负债	229	229	229	229
非流动负债合计	6,405	6,415	6,420	6,423
负债合计	17,057	17,634	18,091	18,439
所有者权益				
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
股东权益	34,329	41,901	50,986	61,745
负债和所有者权益	51,385	59,535	69,078	80,183

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	10411	12798	15619	18817
少数股东权益	45	51	62	75
折旧摊销	628	744	730	696
公允价值变动	-12	6	5	4
营运资金变动	-2809	-308	-369	-18
经营活动现金净流量	8263	13292	16048	19575
投资活动现金净流量	-1874	140	183	307
筹资活动现金净流量	1180	-5216	-6529	-8056
现金流量净额	7,569	8,216	9,702	11,826

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25,124	30,495	36,503	43,120
营业成本	3,370	3,969	4,613	5,277
营业税金及附加	3,524	4,208	5,001	5,864
销售费用	3,449	4,269	5,074	5,951
管理费用	1,162	1,372	1,606	1,854
财务费用	-286	-431	-684	-998
研发费用	206	250	300	354
费用合计	4,531	5,461	6,296	7,161
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	-12	6	5	4
投资收益	105	90	80	70
营业利润	13,847	16,988	20,708	24,917
加: 营业外收入	28	25	20	17
减: 营业外支出	20	16	13	10
利润总额	13,855	16,997	20,715	24,924
所得税费用	3,444	4,198	5,096	6,106
净利润	10,411	12,798	15,619	18,817
少数股东损益	45	51	62	75
归母净利润	10,365	12,747	15,557	18,742

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	21.7%	21.4%	19.7%	18.1%
归母净利润增长率	30.3%	23.0%	22.0%	20.5%
盈利能力				
毛利率	86.6%	87.0%	87.4%	87.8%
四项费用/营收	18.0%	17.9%	17.2%	16.6%
净利率	41.4%	42.0%	42.8%	43.6%
ROE	30.2%	30.4%	30.5%	30.4%
偿债能力				
资产负债率	33.2%	29.6%	26.2%	23.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	856.4	1216.7	912.5	730.0
存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	7.04	8.66	10.57	12.73
P/E	30.3	24.6	20.2	16.7
P/S	12.5	10.3	8.6	7.3
P/B	9.2	7.5	6.2	5.1

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。