

## 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

买入

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 食品饮料 · 白酒 II

## ◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师:	张向伟	021-60933131	zhangxiangwei@guosen.com.cn	执证编码: S0980523090001
证券分析师:	李文华	021-60375461	liwenhua2@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070002
联系人:	张未艾	021-61761031	zhangweiai@guosen.com.cn	

## 事项:

事件: 2024年3月12日, 2023-2024泸州老窖年度经销商表彰暨营销会议在泸州老窖指挥中心召开, 大会以“浓香七百年, 同舟共济; 攻坚十四五, 同心同向”为主题。

**国信食品饮料观点:** 1) 优异管理能力支撑公司持续成长, 一季度开门红进度良好。2) 数字化工具赋能渠道利润分配, 价格体系稳定性持续提升。3) 市场策略或仍以“保存量”为主, 持续推进区域下沉和终端扩容。4) 投资建议: 考虑到2024年需求复苏的不确定性, 下修此前盈利预测, 预计公司2023-2025年实现营业收入306.7/362.39/420.4亿元(前值为305.6/367.0/437.1亿元, 调整幅度+0.4%/-1.3%/-3.8%), 同比增长22.1%/18.2%/16.0%; 实现归母净利润131.6/158.4/187.2亿元(前值为131.5/160.6/193.2亿元, 调整幅度+0.1%/-1.4%/-3.1%), 同比+27.0%/20.3%/18.2%; 对应PE分别为20.6/17.1/14.5X, 维持“买入”评级。

## 评论:

## ◆ 优异管理能力支撑公司持续成长, 一季度开门红进度良好

春节以来, 大众价位需求反馈相对较好, 市场对于商务需求等相对谨慎, 进而对国窖系列实际动销产生一定分歧。从开门红数据看, 国窖系列在订单达成、动销和库存均实现较好开局, 为全年业绩达成奠定较好基础。我们认为公司或有望通过自身优异的管理能力熨平需求波动: 1) 国窖系列的渠道结构、经销商结构不同于传统大商模式, 更多是“类直营”的模式, 因此可以通过单点市场的精细化运作来挖潜需求; 2) 公司或更多通过“挖井工程”新拓较多终端, 因此或存在终端扩容式增长。我们认为, 2023年泸州老窖先于行业完成自身增长要素的调整, 在数字化改革和下沉市场需求挖潜等均有明显效果。2024年是公司落实“十四五”规划冲刺攻坚的关键之年, 也是机遇期的一年, 持续看好公司管理禀赋优势的持续胜出。

## ◆ 数字化工具赋能渠道利润分配, 价格体系稳定性持续提升

在数字化层面, 2023年公司全品系推动五码关联, 建立了基于扫码的费用兑付体系, 全国经销网络同比增长3倍, 或有望实现由推力型传统营销模式向拉力型数字化营销模式转型升级。从实际效果看, 国窖系列的价格体系稳定性出现明显增强, 异地扫码率、窜货率、终端盈利水平等均有明显好转。因此, 2024年在需求弱复苏下, 我们持续看好公司通过灵活渠道策略和精细化管控, 在数字化赋能下, 较好保护渠道、终端利润, 实现“增长-费用-价盘”之间的平衡。

## ◆ 市场策略或仍以“保存量”为主, 持续推进区域下沉和终端扩容

2023年渠道进入成本和用户培育成本边际增加, 公司选择精耕四川、华北等基地市场, 通过“挖井工程”等提升低线市场渗透率, 充分挖掘底线市场的有效需求。2024年, 在需求“L”型复苏下, 公司或持续打造百亿西南、百亿华北粮仓市场, 推进区域市场下沉精耕和渠道终端扩容提质, 加快推进专卖店2.0门店建设等。

我们认为2024-2025年或是渠道资源进行二次分配, 烟酒店等终端或出现点状出清, 因此2024年极其考  
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

验酒企“保存量”和区域精耕的能力。泸州老窖单点市场运作能力较强，且通过数字化工具或有望实现对核心大单品渠道利润保护，在本轮行业调整期有望胜出。

◆ **投资建议：持续看好公司逆周期的经营能力，维持“买入”评级**

考虑到 2024 年需求复苏的不确定性，下修此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 306.7/362.39/420.4 亿元（前值为 305.6/367.0/437.1 亿元，调整幅度+0.4%/-1.3%/-3.8%），同比增长 22.1%/18.2%/16.0%；实现归母净利润 131.6/158.4/187.2 亿元（前值为 131.5/160.6/193.2 亿元，调整幅度+0.1%/-1.4%/-3.1%），同比+27.0%/20.3%/18.2%；对应 PE 分别为 20.6/17.1/14.5X，维持“买入”评级。

◆ **风险提示**

需求复苏不及预期；竞争加剧；政策风险等。

表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 03 月 27 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,701.00	21,367.9	59.0	69.4	80.6	28.8	24.5	21.1
000858.SZ	五粮液	买入	152.66	5,925.7	7.8	8.9	10.1	19.5	17.2	15.0
000568.SZ	泸州老窖	买入	184.45	2,715.1	8.9	10.8	12.7	20.6	17.1	14.5

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

**相关研究报告：**

- 《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
- 《泸州老窖（000568.SZ）-浓香名酒，国窖和特曲双轮驱动》——2023-01-11
- 《泸州老窖（000568.SZ）-国窖和特曲双轮驱动，股权激励强化成长势能》——2022-10-30

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	13513	17758	30511	38728	49071	营业收入	20642	25124	30671	36239	42037
应收款项	30	29	36	42	49	营业成本	2952	3370	3653	4465	5053
存货净额	7278	9841	10152	12605	14392	营业税金及附加	2865	3524	4233	4892	5675
其他流动资产	5048	4851	182	215	249	销售费用	3599	3449	3978	4462	4982
<b>流动资产合计</b>	<b>26575</b>	<b>33552</b>	<b>41954</b>	<b>52663</b>	<b>64835</b>	管理费用	1056	1162	1426	1639	1862
固定资产	9349	9665	9180	8669	8089	研发费用	138	206	204	204	206
无形资产及其他	2606	3083	2960	2837	2713	财务费用	(217)	(286)	(207)	(419)	(605)
投资性房地产	2054	2418	2418	2418	2418	投资收益	202	105	200	200	200
长期股权投资	2627	2668	2668	2668	2668	资产减值及公允价值变动	6	(12)	(2)	15	0
<b>资产总计</b>	<b>43212</b>	<b>51385</b>	<b>59179</b>	<b>69254</b>	<b>80722</b>	其他收入	(5)	(151)	(204)	(204)	(206)
短期借款及交易性金融负债	86	82	0	0	0	营业利润	10590	13847	17582	21211	25064
应付款项	2420	2312	2536	3052	3539	营业外净收支	(39)	8	0	0	0
其他流动负债	8440	8259	9297	10901	12481	<b>利润总额</b>	<b>10551</b>	<b>13855</b>	<b>17582</b>	<b>21211</b>	<b>25064</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>10947</b>	<b>10652</b>	<b>11833</b>	<b>13953</b>	<b>16020</b>	所得税费用	2614	3444	4360	5303	6266
长期借款及应付债券	3991	6176	6176	6176	6176	少数股东损益	(18)	45	57	69	82
其他长期负债	137	229	229	229	229	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7956</b>	<b>10365</b>	<b>13164</b>	<b>15839</b>	<b>18716</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4128</b>	<b>6405</b>	<b>6405</b>	<b>6405</b>	<b>6405</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>15075</b>	<b>17057</b>	<b>18238</b>	<b>20358</b>	<b>22425</b>	净利润	7956	10365	13164	15839	18716
少数股东权益	97	121	151	187	230	资产减值准备	(81)	82	0	(0)	(0)
股东权益	28040	34208	40790	48709	58068	折旧摊销	551	628	1046	1102	1135
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>43212</b>	<b>51385</b>	<b>59179</b>	<b>69254</b>	<b>80722</b>	公允价值变动损失	(6)	12	2	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(217)	(286)	(207)	(419)	(605)
每股收益	5.43	7.04	8.94	10.76	12.72	营运资本变动	(1909)	(2847)	5618	(373)	239
每股红利	2.16	3.35	4.47	5.38	6.36	其它	70	(59)	30	36	43
每股净资产	19.14	23.24	27.71	33.09	39.45	<b>经营活动现金流</b>	<b>6580</b>	<b>8183</b>	<b>19860</b>	<b>16589</b>	<b>20133</b>
ROIC	28.92%	31.51%	38%	46%	50%	资本开支	0	(932)	(443)	(453)	(432)
ROE	28.37%	30.30%	32%	33%	32%	其它投资现金流	(706)	(367)	0	0	0
毛利率	86%	87%	88%	88%	88%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(855)</b>	<b>(1340)</b>	<b>(443)</b>	<b>(453)</b>	<b>(432)</b>
EBIT Margin	49%	53%	56%	57%	58%	权益性融资	(4)	670	0	0	0
EBITDA Margin	51%	56%	59%	60%	60%	负债净变化	0	3180	0	0	0
收入增长	24%	22%	22%	18%	16%	支付股利、利息	(3169)	(4929)	(6582)	(7919)	(9358)
净利润增长率	32%	30%	27%	20%	18%	其它融资现金流	2505	230	(82)	0	0
资产负债率	35%	33%	31%	30%	28%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3836)</b>	<b>(2599)</b>	<b>(6664)</b>	<b>(7919)</b>	<b>(9358)</b>
股息率	1.2%	1.8%	2.4%	2.9%	3.4%	<b>现金净变动</b>	<b>1889</b>	<b>4244</b>	<b>12754</b>	<b>8217</b>	<b>10343</b>
P/E	34.0	26.2	20.6	17.1	14.5	货币资金的期初余额	11625	13513	17758	30511	38728
P/B	9.6	7.9	6.7	5.6	4.7	货币资金的期末余额	13513	17758	30511	38728	49071
EV/EBITDA	27.0	20.6	15.9	13.5	11.6	企业自由现金流	0	6928	19138	15709	19137
						权益自由现金流	0	10337	19212	16023	19590

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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