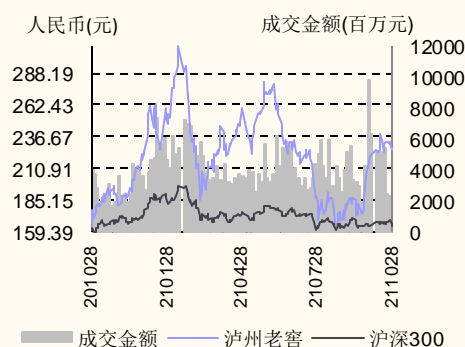


市场价格 (人民币): 227.29 元

业绩超预期, 经营效率加速提升

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.65
已上市流通 A 股(亿股)	14.64
总市值(亿元)	3,329.24
年内股价最高最低(元)	310.35/160.81
沪深 300 指数	4864
深证成指	14245



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,817	16,653	20,007	24,426	28,795
营业收入增长率	21.15%	5.28%	20.1%	22.1%	17.9%
归母净利润(百万元)	4,642	6,006	7,698	9,721	12,011
归母净利润增长率	33.17%	29.38%	28.2%	26.3%	23.6%
摊薄每股收益(元)	3.169	4.100	5.26	6.64	8.20
每股经营性现金流净额	3.30	3.36	5.97	7.13	8.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.92%	26.03%	28.39%	29.97%	30.66%
P/E	27.35	55.16	43.25	34.25	27.72
P/B	6.54	14.36	12.28	10.26	8.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 10 月 28 日发布三季报, 21Q1-3 实现营收 141.1 亿元, 同比+21.65%; 归母净利润 62.76 亿元, 同比+30.32%; 扣非归母净利 62.77 亿元, 同比+30.37%。其中, 21Q3 实现营收 47.93 亿元, 同比+20.89%; 归母净利润 20.49 亿元, 同比+28.48%; 扣非归母净利 20.68 亿元, 同比+30.83%。

经营分析

- 收入略高于预期, 国窖回款稳步高增。** 21Q3 公司营收同比+20.89%, 略高于此前预期。分产品看, 当前国窖批价 910-920 元保持稳定, 21Q1-3 回款同增超 30%, 低度在华北地区反响较好, 占比有所提升, 全年整体回款基本完成, 彰显稳固的增长步伐。公司中低档产品延续换代及控量挺价, 增速有望释放。
- 控费叠加产品优化, 盈利能力再提升。** 21Q1-3 公司净利率为 44.57%, 同比+3.28pct; 21Q3 净利率为 42.21%, 同比+2.73pct, 盈利能力延续增长态势。1) 21Q3 毛利率为 87.51%, 同比+0.61pct, 水平位居历史高位, 预计系产品结构持续优化。2) 21Q3 销售费用率同比-1.29pct, 预计系渠道及宣传费用减少。3) 21Q3 营业税金及附加占比同比-2.68pct。
- 激励落地提振信心, 关注渠道改革成效。** 公司 9 月末落地股权激励, 覆盖面较广且考核目标居中完成概率较高, 有望提振士气。渠道端反馈库存良性约 1 个月, 目前国窖停货稳批价。产品端黑盖加速铺货, 新品 1952 发布填补国窖以下价格带空缺, 低度国窖渗透率持续提升。我们看好公司稳定的增长态势, 关注渠道端改革成效及新品反响。

投资建议

- 我们预计 21-23 年收入增速分别为 20%/22%/18%, 对应收入分别为 200/244/288 亿元; 利润增速分别为 28%/26%/24%, 对应利润分别为 77/97/120 亿元; EPS 分别为 5.26/6.64/8.20 元, 当前股价对应 PE 分别为 43/34/28X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险, 区域市场竞争加剧风险, 宏观经济风险, 食品安全问题。

相关报告

- 《21Q2 利润超预期, 国窖表现向好-泸州老窖 21 年中报点评》, 2021.8.29
- 《21Q1 高质量增长, 薪酬改革激发活力-泸州老窖年报及一季报点...》, 2021.5.1
- 《国窖动销良好, Q3 业绩超预期-泸州老窖三季报点评》, 2020.10.29

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	13,055	15,817	16,653	20,007	24,426	28,795	货币资金	9,367	9,754	11,625	13,618	18,599	25,204
增长率		21.2%	5.3%	20.1%	22.1%	17.9%	应收款项	2,565	2,572	3,338	3,577	4,366	5,148
主营业务成本	-2,934	-3,065	-2,823	-2,900	-3,272	-3,408	存货	3,230	3,641	4,696	5,006	5,468	5,510
%销售收入	22.5%	19.4%	17.0%	14.5%	13.4%	11.8%	其他流动资产	331	347	231	276	301	316
毛利	10,121	12,752	13,829	17,107	21,154	25,387	流动资产	15,494	16,314	19,890	22,476	28,735	36,178
%销售收入	77.5%	80.6%	83.0%	85.5%	86.6%	88.2%	%总资产	68.5%	56.4%	56.8%	56.1%	61.6%	66.6%
营业税金及附加	-1,606	-1,976	-2,224	-2,701	-3,249	-3,743	长期投资	2,367	2,583	2,825	2,838	2,851	2,874
%销售收入	12.3%	12.5%	13.4%	13.5%	13.3%	13.0%	固定资产	4,030	8,776	8,899	11,240	11,481	11,574
销售费用	-3,393	-4,186	-3,091	-3,461	-4,226	-4,924	%总资产	17.8%	30.3%	25.4%	28.1%	24.6%	21.3%
%销售收入	26.0%	26.5%	18.6%	17.3%	17.3%	17.1%	无形资产	232	333	2,659	2,707	2,756	2,806
管理费用	-722	-829	-844	-1,040	-1,246	-1,440	非流动资产	7,110	12,606	15,120	17,585	17,917	18,104
%销售收入	5.5%	5.2%	5.1%	5.2%	5.1%	5.0%	%总资产	31.5%	43.6%	43.2%	43.9%	38.4%	33.4%
研发费用	-62	-72	-86	-100	-110	-115	资产总计	22,605	28,920	35,009	40,062	46,652	54,282
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	短期借款	0	0	72	100	90	80
息税前利润 (EBIT)	4,338	5,689	7,585	9,804	12,324	15,165	应付款项	1,895	2,568	3,227	3,835	4,276	4,428
%销售收入	33.2%	36.0%	45.5%	49.0%	50.5%	52.7%	其他流动负债	3,521	4,220	4,448	4,818	5,640	6,377
财务费用	215	205	132	111	191	324	流动负债	5,415	6,787	7,748	8,753	10,006	10,885
%销售收入	-1.6%	-1.3%	-0.8%	-0.6%	-0.8%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	2	1	0	-1	-1	-1	其他长期负债	65	2,578	4,080	4,083	4,084	4,085
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	5,481	9,365	11,827	12,836	14,089	14,969
投资收益	98	155	201	200	250	280	普通股股东权益	16,965	19,407	23,075	27,111	32,438	39,176
%税前利润	2.1%	2.5%	2.5%	2.0%	2.0%	1.8%	其中：股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
营业利润	4,677	6,119	7,959	10,163	12,816	15,824	未分配利润	10,182	12,560	16,237	20,273	25,600	32,337
营业利润率	35.8%	38.7%	47.8%	50.8%	52.5%	55.0%	少数股东权益	160	148	107	115	125	137
营业外收支	-18	-15	-20	-30	-20	-15	负债股东权益合计	22,605	28,920	35,009	40,062	46,652	54,282
税前利润	4,659	6,104	7,939	10,133	12,796	15,809	比率分析						
利润率	35.7%	38.6%	47.7%	50.6%	52.4%	54.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-1,148	-1,462	-1,981	-2,427	-3,065	-3,786	每股指标						
所得税率	24.6%	23.9%	24.9%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	2.380	3.169	4.100	5.256	6.637	8.200
净利润	3,510	4,642	5,959	7,706	9,731	12,023	每股净资产	11.582	13.249	15.753	18.509	22.146	26.746
少数股东损益	25	0	-47	8	10	12	每股经营现金净流	2.934	3.305	3.357	5.966	7.127	8.751
归属于母公司的净利润	3,486	4,642	6,006	7,698	9,721	12,011	每股股利	1.550	1.590	2.051	2.500	3.000	3.600
净利率	26.7%	29.3%	36.1%	38.5%	39.8%	41.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.55%	23.92%	26.03%	28.39%	29.97%	30.66%
净利润	3,510	4,642	5,959	7,706	9,731	12,023	总资产收益率	15.42%	16.05%	17.15%	19.22%	20.84%	22.13%
少数股东损益	25	0	-47	8	10	12	投入资本收益率	19.04%	19.57%	20.85%	23.76%	25.53%	26.54%
非现金支出	162	167	309	730	832	880	增长率						
非经营收益	-45	-280	-187	-81	-110	-137	主营业务收入增长率	25.60%	21.15%	5.28%	20.14%	22.09%	17.89%
营运资金变动	671	311	-1,164	384	-15	51	EBIT增长率	37.26%	31.13%	33.33%	29.26%	25.70%	23.05%
经营活动现金净流	4,298	4,841	4,916	8,739	10,439	12,817	净利润增长率	36.27%	33.17%	29.38%	28.18%	26.28%	23.55%
资本开支	-1,468	-4,572	-2,123	-3,119	-1,111	-1,007	总资产增长率	14.42%	27.94%	21.06%	14.43%	16.45%	16.35%
投资	-17	-8	-80	-13	-13	-23	资产管理能力						
其他	19	29	29	200	250	280	应收账款周转天数	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
投资活动现金净流	-1,465	-4,551	-2,174	-2,932	-874	-750	存货周转天数	375.8	409.1	538.9	630.0	610.0	590.0
股权募资	4	4	10	0	0	0	应付账款周转天数	126.4	188.2	289.1	370.0	360.0	350.0
债权募资	0	2,490	1,494	28	-10	-10	固定资产周转天数	28.8	35.1	151.0	182.9	168.4	151.6
其他	-1,920	-2,398	-2,430	-3,841	-4,574	-5,453	偿债能力						
筹资活动现金净流	-1,916	95	-926	-3,814	-4,584	-5,463	净负债/股东权益	-54.70%	-37.14%	-32.63%	-35.00%	-44.60%	-53.76%
现金净流量	917	386	1,816	1,993	4,981	6,605	EBIT利息保障倍数	-20.2	-27.7	-57.3	-88.5	-64.5	-46.8
							资产负债率	24.25%	32.38%	33.78%	32.04%	30.20%	27.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	26	86	103	194
增持	0	0	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.06	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

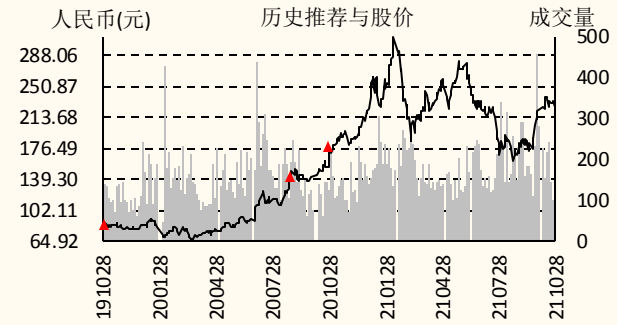
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-31	买入	85.80	110.00 ~ 110.00
2	2020-08-01	买入	117.98	N/A
3	2020-08-27	买入	138.20	N/A
4	2020-10-29	买入	162.70	N/A
5	2021-05-01	买入	255.58	N/A
6	2021-08-29	买入	169.38	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402