

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

泸州老窖 (000568.SZ)

维持评级

报告原因：三季报点评

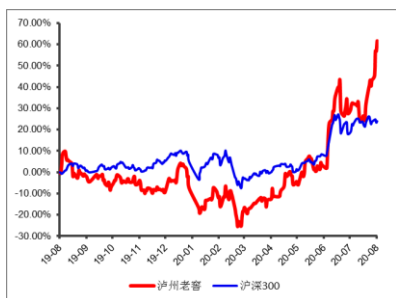
Q3 业绩环比提速，净利率不断提升

买入

2021 年 10 月 31 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 10 月 29 日

收盘价(元)：228.95

年内最高/最低(元)：323.86/160.53

流通 A 股/总股本(亿)：14.64/14.65

流通 A 股市值(亿)：3352

总市值(亿)：3354

基础数据：2020 年 12 月 31 日

基本每股收益：4.10

每股净资产(元)：15.75

净资产收益率：28.27%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 公司发布三季报，前三季度归属于母公司所有者的净利润 62.76 亿元，同比增长 30.32%；营业收入 141.1 亿元，同比增长 21.65%；基本每股收益 4.28 元，同比增长 30.09%。

事件点评

- 业绩环比提速，利润略超预期。**公司 2021 前三季度实现营业收入 141.1 亿元，同比上涨 21.65%，归母净利润 62.76 亿元，同比增长 30.32%。其中单 Q3 实现营业收入 47.93 亿元，同比增长 20.89%，归母净利润为 20.49 亿元，同比增长 28.48%，环比提速。主要系中高端酒类销售收入增长所致。目前国窖 1573 已经站稳高端三甲，与作为肩部价格段重要力量的泸州老窖 1952，共同成为引领第一曲线复兴的拳头产品；占位次高端的泸州老窖特曲、百年泸州老窖窖龄酒等腰部价位段产品，量价稳步提升；泸州老窖·黑盖等塔基产品也已全面完成品牌形象与价格的重塑；泸州老窖定制酒成为泸州老窖创新发展、个性化服务的最重要增长极之一，泸州老窖品系“金字塔”整体竞争优势凸显。
- 国窖占比提升以及费用率下行，盈利能力不断提高。**2021 前三季度销售净利率为 44.57%，同比增加 3.28pct，销售毛利率为 86.3%，同比增加 2.73pct，主要在于国窖增长较快，中高端产品占比提升。销售期间费用率为 17.83%，同比减少 0.02pct，其中销售费用率为 13.72%，同比减少 0.02pct；管理费用率为 5.38%，同比增加 0.13pct；财务费用率为 -1.28%，同比减少 0.3pct。此外，2021 前三季度经营活动产生的现金流量净额为 39.56 亿元，同比增加 41.42%；Q3 末合同负债 19.05 亿元，环比增加 4.97 亿元，同增 54.75%，说明渠道信心稳定。
- 股权激励显信心，公司经营活力提升。**近期公司推出股权激励，覆盖范围广，且涵盖大批管理人员和技术骨干，激励力度大。根据目标指引预计 2022-23 年公司增速有望达到 25% 以上，将充分调动公司管理层动力。根据公司制定的“十四五”战略规划：“136”战略。其中“1”是指坚定重回中国白酒行业“前三”目标。因此，实施股权激励也助力公司完成十四五规划目标。

投资建议

- 公司前三季度收入实现 21.65% 增长，随着旺季的到来，有望完成全年



营收 15% 增长的目标。中长期内，受益于千元价格带扩容和茅台酒供不应求，国窖未来量价增长空间充足，同时中低档酒改革加速发展，助力公司持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 75.35 亿、94.21 亿、116.96 亿，EPS 分别为 5.14 元、6.43 元、7.98 元，对应当前股价，PE 分别为 44 倍、35 倍、29 倍。维持“买入”评级。

#### 存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	19,890	24,363	35,397	49,289	<b>营业收入</b>	16,653	20,516	25,132	30,536
现金	11,625	13,291	21,176	30,371	营业成本	2,823	3,601	4,285	5,115
应收账款	127	189	211	257	营业税金及附加	2,224	2,667	3,267	3,970
其他应收款	126	172	194	241	销售费用	3,091	3,582	4,338	5,148
预付账款	75	23	(30)	(122)	管理费用	844	1,026	1,206	1,405
存货	4,696	3,922	4,226	4,582	财务费用	(132)	(187)	(259)	(387)
其他流动资产	3,242	6,765	9,619	13,959	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	15,120	14,167	13,527	12,368	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2,478	2,266	2,325	2,356	投资净收益	201	150	150	150
固定资产	6,886	6,450	6,013	5,577	<b>营业利润</b>	7,959	9,977	12,444	15,435
无形资产	2,657	2,480	2,315	2,160	营业外收入	33	30	30	30
其他非流动资产	3,099	2,971	2,874	2,274	营业外支出	53	30	30	30
<b>资产总计</b>	35,009	38,530	48,924	61,657	<b>利润总额</b>	7,939	9,977	12,444	15,435
<b>流动负债</b>	7,748	9,267	13,746	19,753	所得税	1,981	2,444	3,049	3,782
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	5,959	7,533	9,396	11,654
应付账款	2,604	2,367	3,127	3,938	少数股东损益	(47)	(2)	(25)	(42)
其他流动负债	5,143	6,899	10,618	15,816	<b>归属母公司净利润</b>	6,006	7,535	9,421	11,696
<b>非流动负债</b>	4,080	2,257	2,998	3,151	<b>EBITDA</b>	8,180	10,404	12,787	15,639
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	4.10	5.14	6.43	7.98
其他非流动负债	4,080	2,257	2,998	3,151					
<b>负债合计</b>	11,827	11,523	16,743	22,904	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	107	105	80	37	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	<b>成长能力</b>				
资本公积	3,723	3,723	3,723	3,723	营业收入	5.28%	23.20%	22.50%	21.50%
留存收益	17,701	21,715	26,914	33,529	营业利润	30.07%	25.36%	24.73%	24.03%
归属母公司股东权益	23,075	26,902	32,102	38,717	归属于母公司净利润	29.38%	25.46%	25.03%	24.15%
<b>负债和股东权益</b>	35,009	38,530	48,924	61,657	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	83.05%	82.45%	82.95%	83.25%
					净利率(%)	36.06%	36.73%	37.49%	38.30%
					ROE(%)	25.70%	27.89%	29.20%	30.07%
					ROIC(%)	49.79%	48.45%	46.64%	60.37%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	33.78%	29.91%	34.22%	37.15%
					净负债比率(%)	-20.49%	-20.45%	-36.78%	-42.68%
					流动比率	2.57	2.63	2.58	2.50
					速动比率	1.96	2.21	2.27	2.26
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.52	0.56	0.57	0.55
					应收账款周转率	1681.96	2233.61	1469.89	1815.38
					应付账款周转率	7.45	8.25	9.15	8.64
					<b>每股指标 (元)</b>				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	4,916	6,770	11,029	13,631
净利润	5,959	7,535	9,421	11,696
折旧摊销	309	613	601	590
财务费用	68	(187)	(259)	(387)
投资损失	(201)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	159	(1,040)	1,440	1,923
其他经营现金流	(1,376)	(2)	(25)	(42)
<b>投资活动现金流</b>	(2,174)	361	92	119
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(247)	211	(58)	(31)
其他投资现金流	(1,928)	150	150	150



筹资活动现金流	(917)	(5,211)	(3,235)	(4,554)	每股收益(最新摊薄)	4.10	5.14	6.43	7.98
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.36	4.62	7.53	9.31
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	15.75	18.37	21.92	26.43
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	55.8	44.5	35.6	28.7
其他筹资现金流	(917)	(5,211)	(3,235)	(4,554)	P/B	14.5	12.5	10.4	8.7
现金净增加额	1,825	1,920	7,885	9,195	EV/EBITDA	39.54	31.54	25.19	20.12

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 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为基准。其中，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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

