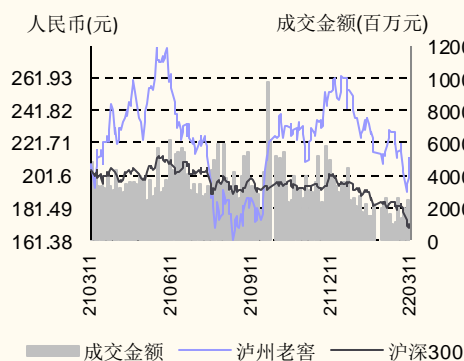


市场价格 (人民币): 205.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.72
已上市流通 A 股(亿股)	14.65
总市值(亿元)	3,025.64
年内股价最高最低(元)	280.76/161.38
沪深 300 指数	4307
深证成指	12447



21 年业绩稳健增长，激励落地中长期增速稳固

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	20,384	25,045	30,138
营业收入增长率	21.15%	5.28%	22.4%	22.9%	20.3%
归母净利润(百万元)	4,642	6,006	7,849	9,970	12,363
归母净利润增长率	33.17%	29.38%	30.7%	27.0%	24.0%
摊薄每股收益(元)	3.169	4.100	5.36	6.78	8.40
每股经营性现金流净额	3.30	3.36	6.63	8.49	7.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.92%	26.03%	29.10%	30.61%	31.90%
P/E	27.35	55.16	38.37	30.35	24.47
P/B	6.54	14.36	11.17	9.29	7.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 3 月 11 日发布业绩快报，预计 2021 全年实现营收约 203.8 亿元，同增约 22.4%；实现归母净利润约 78.5 亿元，同增约 30.7%。

经营分析

- 21 业绩符合预期，看好产品矩阵协同势能。**公司披露 21 年业绩，全年收入/归母净利增速 22%/31%，其中 Q4 收入/归母净利增速 24%/32%，利润端弹性预计系核心国窖系列占比提升。**1) 产品端：**核心国窖销售口径同增预计近 40%，营收占比预计 65%~70%，其中低度占比有所提升，系华北地区运作较好；22 年目标增速约 30%，低高度结构预计延续优化，目前高度批价约 920 元，渠道利润在大个位数；部分地区反馈高度计划内/外打款价提升至 960/1020 元，年内批价有望延续上行。公司 21 年内推出泸州老窖 1952、黑盖等单品，补足产品矩阵，中长期有望开辟新增长曲线。**2) 市场端：**我们预计 21 年华北地区高增约 40%+，河南持续梳理渠道后续有望释能；22 年主销区川渝稳中有增，华南/华东市场加速推广及培育，中长期增量空间广袤。
- 看好公司品牌+产品+机制，激励落地已夯实业绩预期。**21 年公司股权激励落地，覆盖面广、激励力度大、考核体系全面，在提振士气的同时亦夯实公司业绩预期。品牌端，公司国窖+泸州老窖双品牌驱动，产品矩阵日益完善。渠道端，公司因城施策加强对渠道、终端把控，费效相对较高，针对面亦逐步朝向消费者粘性培育。当前渠道反馈公司打款进度约 40%，其中华北、四川等区域进度较高，整体发货进度基本一致，库存在 1 个月左右良性水平；我们预计 Q1 同增在 20%+，利润端或有弹性。公司渠道把控水平居行业前列，预计费用率未来持平，我们看好后续核心单品提价释放对公司业绩的提振效能。

投资建议

- 我们预计 21-23 年收入增速分别为 22%/23%/20%，利润增速分别为 31%/27%/24%，EPS 分别为 5.36/6.78/8.40 元，当前股价对应 PE 分别为 38/30/24X，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

- 《业绩超预期，经营效率加速提升-泸州老窖 21Q3 点评》，2021.10.29
- 《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

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

叶韬 联系人
yetao@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	20,384	25,045	30,138	货币资金	9,367	9,754	11,625	15,578	21,490	24,853
增长率		21.2%	5.3%	22.4%	22.9%	20.3%	应收款项	2,565	2,572	3,338	3,644	4,477	5,388
主营业务成本	-2,934	-3,065	-2,823	-2,984	-3,405	-3,742	存货	3,230	3,641	4,696	7,242	5,819	8,123
%销售收入	22.5%	19.4%	17.0%	14.6%	13.6%	12.4%	其他流动资产	331	347	231	279	306	330
毛利	10,121	12,752	13,829	17,400	21,639	26,396	流动资产	15,494	16,314	19,890	26,743	32,093	38,693
%销售收入	77.5%	80.6%	83.0%	85.4%	86.4%	87.6%	%总资产	68.5%	56.4%	56.8%	62.1%	64.3%	66.7%
营业税金及附加	-1,606	-1,976	-2,224	-2,750	-3,331	-3,963	长期投资	2,367	2,583	2,825	2,850	2,875	2,900
%销售收入	12.3%	12.5%	13.4%	13.5%	13.3%	13.2%	固定资产	4,030	8,776	8,899	9,988	11,413	12,769
销售费用	-3,393	-4,186	-3,091	-3,530	-4,308	-5,169	%总资产	17.8%	30.3%	25.4%	23.2%	22.9%	22.0%
%销售收入	26.0%	26.5%	18.6%	17.3%	17.2%	17.2%	无形资产	232	333	2,659	2,705	2,750	2,798
管理费用	-722	-829	-844	-1,044	-1,265	-1,507	非流动资产	7,110	12,606	15,120	16,312	17,849	19,319
%销售收入	5.5%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%	5.0%	%总资产	31.5%	43.6%	43.2%	37.9%	35.7%	33.3%
研发费用	-62	-72	-86	-102	-125	-151	资产总计	22,605	28,920	35,009	43,055	49,941	58,012
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	0	0	72	50	0	0
息税前利润 (EBIT)	4,338	5,689	7,585	9,974	12,611	15,607	应付款项	1,895	2,568	3,227	4,059	4,087	4,434
%销售收入	33.2%	36.0%	45.5%	48.9%	50.4%	51.8%	其他流动负债	3,521	4,220	4,448	7,747	9,031	10,562
财务费用	215	205	132	133	247	353	流动负债	5,415	6,787	7,748	11,856	13,118	14,996
%销售收入	-1.6%	-1.3%	-0.8%	-0.7%	-1.0%	-1.2%	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	15,938	17,202	19,080
投资收益	98	155	201	238	250	280	普通股股东权益	16,965	19,407	23,075	26,969	32,573	38,755
%税前利润	2.1%	2.5%	2.5%	2.3%	1.9%	1.7%	其中：股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,472	1,472
营业利润	4,677	6,119	7,959	10,374	13,137	16,269	未分配利润	10,182	12,560	16,237	20,131	25,098	31,280
营业利润率	35.8%	38.7%	47.8%	50.9%	52.5%	54.0%	少数股东权益	160	148	107	147	167	177
营业外收支	-18	-15	-20	0	0	0	负债股东权益合计	22,605	28,920	35,009	43,055	49,941	58,012
税前利润	4,659	6,104	7,939	10,374	13,137	16,269	比率分析						
利润率	35.7%	38.6%	47.7%	50.9%	52.5%	54.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-1,148	-1,462	-1,981	-2,485	-3,146	-3,896	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	5.359	6.775	8.401
净利润	3,510	4,642	5,959	7,889	9,990	12,373	每股净资产	11.582	13.249	15.753	18.412	22.134	26.335
少数股东损益	25	0	-47	40	20	10	每股经营现金净流	2.934	3.305	3.357	6.629	8.489	7.937
归属于母公司的净利润	3,486	4,642	6,006	7,849	9,970	12,363	每股股利	1.550	1.590	2.051	2.700	3.400	4.200
净利率	26.7%	29.3%	36.1%	38.5%	39.8%	41.0%	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%	29.10%	30.61%	31.90%
净利润	3,510	4,642	5,959	7,889	9,990	12,373	总资产收益率	15.42%	16.05%	17.15%	18.23%	19.96%	21.31%
少数股东损益	25	0	-47	40	20	10	投入资本收益率	19.04%	19.57%	20.85%	24.30%	26.07%	27.61%
非现金支出	162	167	309	681	747	817	增长率						
非经营收益	-45	-280	-187	-90	-120	-150	主营业务收入增长率	25.60%	21.15%	5.28%	22.40%	22.86%	20.34%
营运资金变动	671	311	-1,164	1,230	1,875	-1,360	EBIT增长率	37.26%	31.13%	33.33%	31.49%	26.44%	23.76%
经营活动现金净流	4,298	4,841	4,916	9,710	12,493	11,680	净利润增长率	36.27%	33.17%	29.38%	30.70%	27.02%	23.99%
资本开支	-1,468	-4,572	-2,123	-1,814	-2,209	-2,212	总资产增长率	14.42%	27.94%	21.06%	22.98%	16.00%	16.16%
投资	-17	-8	-80	-25	-25	-25	资产管理能力						
其他	19	29	29	238	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	-1,601	-1,984	-1,957	存货周转天数	375.8	409.1	538.9	730.0	700.0	680.0
股权募资	4	4	10	0	636	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	-22	-50	0	固定资产周转天数	28.8	35.0	150.9	157.1	147.2	137.5
其他	-1,920	-2,398	-2,430	-4,134	-5,183	-6,360	偿债能力						
筹资活动现金净流	-1,916	95	-926	-4,157	-4,597	-6,360	净负债/股东权益	-54.70%	-37.14%	-32.63%	-42.56%	-53.46%	-53.59%
现金净流量	917	386	1,816	3,953	5,912	3,363	EBIT利息保障倍数	-20.2	-27.7	-57.3	-74.8	-51.1	-44.2
							资产负债率	24.25%	32.38%	33.78%	37.02%	34.44%	32.89%

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	2	16	36	63	182
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.06	1.05	1.03	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。

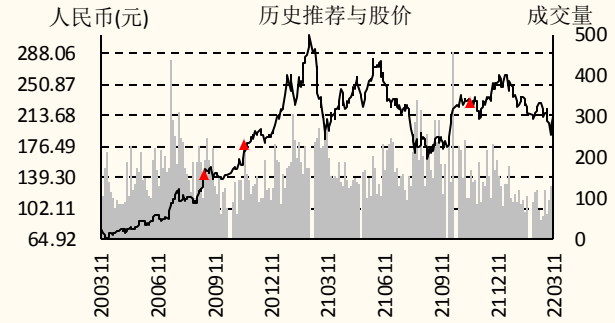
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-08-01	买入	117.98	N/A
2	2020-08-27	买入	138.20	N/A
3	2020-10-29	买入	162.70	N/A
4	2021-05-01	买入	255.58	N/A
5	2021-08-29	买入	169.38	N/A
6	2021-10-29	买入	227.29	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