

业绩符合预期, 增长势能强化

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年度业绩快报, 全年实现营收203.8亿元(+22.4%), 实现归母净利润78.5亿元(+30.7%); 其中单Q4实现营收62.7亿元(+24.1%), 实现归母净利润15.7亿元(32.2%), 业绩符合市场预期。
- **2021年圆满收官, 业绩弹性持续释放。** 1、在宏观经济承压, 疫情散点爆发的背景下, 公司增长环比显著提速, 展现出强劲的发展势能; 得益于收入高增的规模效应, 中高端产品占比持续提升, 精细化管理下费效比提升, 全年净利率同比提升2.4个百分点至38.5%, 盈利能力持续提升。2、产品端: 单Q4高端国窖动销顺畅价盘稳定, 增速继续领跑高端酒; 21H1中档特曲、窖龄控货提价, 21H2旺季逐步放量, 增长环比持续改善; 此外, 公司推出次高端大单品泸州老窖1952, 推进老窖整体品牌向高端化升级。3、市场端: 公司在西南、华北等优势市场专注于渠道深耕, 消费势能日益强化; 公司近几年在华东、华南等新兴市场扎实推进消费者培育和渠道建设, 当前消费者认可度和自点率不断提升, 品牌势能步入加速释放阶段。
- **22年开门红可期, 势能强化全面复兴。** 1、草根调研反馈, 21Q4公司严格执行配额制, 根据渠道库存精准发货, 华东、华南等区域年底库存处在合理偏低水平, 为22年春节提前蓄力; 春节期间国窖延续稳健增长, 其中低度国窖品牌力强, 性价比高, 在华北、华东等市场放量高增; 中档特曲、窖龄低基数下表现出色, 预计公司将如期实现开门红。2、公司坚定推动双品牌复兴, 依托日盛的品牌势能和高效的渠道执行力, 高端国窖持续收割千元价位份额; 公司持续加大对泸州老窖品牌的培育力度, 特曲和窖龄提价卡位300-600元次高端主流价位, 特曲60版推进全国布局, 推出1952布局高线次高端, 老窖品牌有望迎来加速扩容, 成为公司稳健成长的强大支撑。3、公司顺利推出股权激励计划, 此次股权激励计划员工覆盖面广、激励力度大, 考核目标积极, 可以有效绑定高管及核心骨干利益; 伴随着内部激励机制的完善, 公司“人和”优势将更加明显, 为全面复兴增添强大动能。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为5.33元、6.87元、8.54元, 对应PE分别为39倍、30倍、24倍, 国窖品牌势能加速释放, 股权激励释放经营势能, 持续稳健增长可期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险, 新冠疫情反复风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	166.53	203.84	241.25	282.99
增长率	5.28%	22.41%	18.35%	17.30%
归属母公司净利润(亿元)	60.06	78.49	101.07	125.71
增长率	29.38%	30.69%	28.77%	24.38%
每股收益EPS(元)	4.08	5.33	6.87	8.54
净资产收益率ROE	25.70%	27.40%	29.05%	29.74%
PE	50	39	30	24
PB	13.05	10.65	8.77	7.21

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn
联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xialin@swsc.com.cn
联系人: 舒尚立
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.72
流通A股(亿股)	14.65
52周内股价区间(元)	161.38-284.05
总市值(亿元)	2,869.36
总资产(亿元)	373.64
每股净资产(元)	17.99

相关研究

1. 泸州老窖(000568): 国窖引领结构升级, 盈利能力持续提升 (2021-10-29)
2. 泸州老窖(000568): 股权激励靴子落地, 治理优化复兴提速 (2021-09-27)
3. 泸州老窖(000568): 国窖稳健增长, 中低端酒有所承压 (2021-08-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	166.53	203.84	241.25	282.99	净利润	59.59	77.87	100.27	124.72
营业成本	28.23	30.06	32.53	34.66	折旧与摊销	3.09	6.29	6.88	7.32
营业税金及附加	22.24	25.48	30.16	35.37	财务费用	-1.32	-3.69	-6.08	-9.06
销售费用	30.91	38.73	41.01	45.28	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	8.44	10.60	11.10	11.60	经营营运资本变动	-8.18	10.98	14.03	18.08
财务费用	-1.32	-3.69	-6.08	-9.06	其他	-4.01	-1.19	-1.19	-1.19
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	49.16	90.26	113.91	139.88
投资收益	2.01	1.19	1.19	1.19	资本支出	-2.32	-5.50	-5.80	-6.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-19.42	1.19	1.19	1.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-21.74	-4.31	-4.61	-4.81
营业利润	79.59	103.86	133.73	166.32	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.20	-0.03	-0.03	-0.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	79.39	103.83	133.70	166.29	股权融资	0.00	6.36	0.00	0.00
所得税	19.81	25.96	33.42	41.57	支付股利	-23.29	-30.03	-39.24	-50.53
净利润	59.59	77.87	100.27	124.72	其他	14.12	1.11	6.08	9.06
少数股东损益	-0.47	-0.62	-0.79	-0.99	筹资活动现金流净额	-9.17	-22.56	-33.16	-41.48
归属母公司股东净利润	60.06	78.49	101.07	125.71	现金流量净额	18.16	63.39	76.14	93.59
资产负债表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	116.25	179.64	255.77	349.37	成长能力				
应收和预付款项	34.11	38.79	45.89	54.38	销售收入增长率	5.28%	22.41%	18.35%	17.30%
存货	46.96	49.98	54.10	57.64	营业利润增长率	30.07%	30.49%	28.76%	24.37%
其他流动资产	1.58	2.32	2.60	3.11	净利润增长率	28.35%	30.69%	28.77%	24.38%
长期股权投资	24.78	24.78	24.78	24.78	EBITDA 增长率	33.78%	30.85%	26.37%	22.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	88.98	90.39	91.30	91.85	毛利率	83.05%	85.26%	86.52%	87.75%
无形资产和开发支出	26.57	24.37	22.39	20.52	三费率	22.83%	22.39%	19.08%	16.90%
其他非流动资产	10.87	10.87	10.87	10.86	净利率	35.78%	38.20%	41.56%	44.07%
资产总计	350.09	421.15	507.69	612.49	ROE	25.70%	27.40%	29.05%	29.74%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.02%	18.49%	19.75%	20.36%
应付和预收款项	52.77	88.79	113.60	143.72	ROIC	48.76%	56.41%	77.53%	107.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	48.86%	52.22%	55.76%	58.16%
其他负债	65.51	48.19	48.90	49.39	营运能力				
负债合计	118.27	136.98	162.49	193.11	总资产周转率	0.52	0.53	0.52	0.51
股本	14.65	14.72	14.72	14.72	固定资产周转率	3.96	2.73	2.86	3.17
资本公积	37.23	43.52	43.52	43.52	应收账款周转率	1681.96	3847.12	2840.05	3095.57
留存收益	177.01	225.47	287.30	362.47	存货周转率	0.68	0.62	0.63	0.62
归属母公司股东权益	230.75	283.71	345.53	420.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.18%	—	—	—
少数股东权益	1.07	0.45	-0.34	-1.33	资本结构				
股东权益合计	231.82	284.16	345.19	419.38	资产负债率	33.78%	32.53%	32.01%	31.53%
负债和股东权益合计	350.09	421.15	507.69	612.49	带息债务/总负债	33.72%	29.11%	24.54%	20.65%
					流动比率	2.57	2.81	2.94	3.05
					速动比率	1.96	2.30	2.50	2.67
					股利支付率	38.78%	38.26%	38.83%	40.20%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	81.36	106.46	134.52	164.59	每股收益	4.08	5.33	6.87	8.54
PE	50.38	38.55	29.94	24.07	每股净资产	15.75	19.31	23.46	28.50
PB	13.05	10.65	8.77	7.21	每股经营现金	3.34	6.13	7.74	9.51
PS	18.17	14.84	12.54	10.69	每股股利	1.58	2.04	2.67	3.43
EV/EBITDA	35.95	27.01	20.81	16.44					
股息率	0.77%	0.99%	1.30%	1.67%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn