

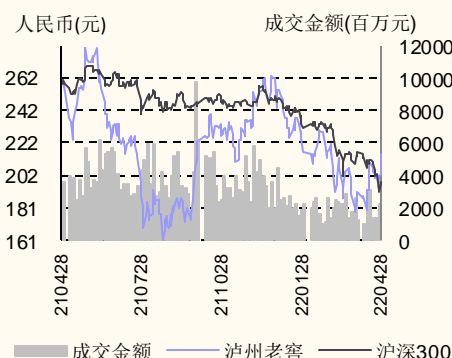
泸州老窖 (000568.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 214.00 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)	3,149.26
年内股价最高最低(元)	280.76/161.38
沪深 300 指数	3921
深证成指	10629



相关报告

- 《21 年业绩稳健增长，激励落地中长期增速稳固-业绩预告点评》，2022.3.12
- 《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...》，

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

叶韬 联系人
yetao@gjzq.com.cn

一季度业绩超预期，全年净利率有望持续改善

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,653	20,642	25,107	30,279	36,019
营业收入增长率	5.28%	23.96%	21.6%	20.6%	19.0%
归母净利润(百万元)	6,006	7,956	9,976	12,363	15,057
归母净利润增长率	29.38%	32.47%	25.4%	23.9%	21.8%
摊薄每股收益(元)	4.100	5.431	6.78	8.40	10.23
每股经营性现金流净额	3.36	5.30	8.08	7.57	11.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.03%	28.37%	29.72%	31.20%	32.04%
P/E	55.16	46.74	31.57	25.47	20.92
P/B	14.36	13.26	9.38	7.95	6.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 4 月 28 日，公司发布 21 年年度报告及 22 年一季报。21 年实现营收 206.4 亿元，同比+24.0%；实现归母净利 79.6 亿元，同比+32.5%。22Q1 实现营收 63.1 亿元，同比+26.1%；实现归母净利 28.8 亿元，同比+32.7%。

经营分析

- 一季度超预期开门红，核心国窖带动高增。**公司业绩略超此前预期。21Q4+22Q1 营收 128.4 亿元，同比+27.7%，处于稳健增长水平。考虑到：1) 一季度末预收款规模为 19.9 亿元，同比略增 0.8 亿元 (+4%)；2) 22Q1 销售收现 75.0 亿元，同比+16.3%，略慢于营收端；我们预计一季度发货节奏平稳，回款节奏略受疫情扰动。**分产品看：**1) 核心单品国窖 21 年销售口径同增预计 30%+，营收占比在 65%左右，其中低度在华北等地区势头较好；22 年目标增速 30%+，预计 Q1 增速在 20%+，目前发货进度接近 40%，且多地区反馈高/低度打款价均有提升。2) 次高档以特曲配合窖龄，特曲 21Q3 起增速有所提升，预计 22Q1 增速在 30%+。3) 21 年末中高档库存同比+76%，预计系黄舣酿酒生态园投产贡献，中长期量增亦有保障。
- 盈利能力再提升，控费渐有成效。**21 年/22Q1 公司归母净利率分别为 38.5%/45.6%，同比+2.5pct/+2.3pct。主要由：1) 22Q1 毛利率提升 0.4pct 至 86.4%，预计系结构升级驱动；2) 22Q1 销售费用率减少 2.8pct 至 10.7%，公司在渠道端延续控费的措施，但高度国窖批价仍维持在 920~930 元水平；3) 营业税金及附加占比同比-2.5pct，预计系季度间节奏变动。
- 公司 22 年规划目标 15%，综合考虑股权激励考核目标，我们预计公司有望高质量完成规划，中长期增长中枢或在 20%+。我们看好公司品牌+产品+机制的多重亮点，21 年中高档酒量/价同增 25%/3%，量价齐升态势延续；高度国窖品牌力培育下华南、华东等市场仍大有可为。

投资建议

- 我们预计公司 22-24 年归母净利增速分别为 25%/24%/22%，对应归母净利 100/124/151 亿元；EPS 为 6.78/8.40/10.23 元，对应 PE 分别为 32/25/21X，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险，疫情反复风险，结构升级不及预期，食品安全问题。

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)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	15,817	16,653	20,642	25,107	30,279	36,019	货币资金	9,754	11,625	13,513	18,743	21,191	28,623	
增长率	5.3%	5.3%	24.0%	21.6%	20.6%	19.0%	应收款项	2,572	3,338	4,788	4,716	5,567	6,622	
主营业务成本	-3,065	-2,823	-2,952	-3,350	-3,680	-4,054	存货	3,641	4,696	7,278	6,489	8,837	8,269	
%销售收入	19.4%	17.0%	14.3%	13.3%	12.2%	11.3%	其他流动资产	347	231	996	1,304	1,527	1,753	
毛利	12,752	13,829	17,690	21,757	26,599	31,964	流动资产	16,314	19,890	26,575	31,253	37,123	45,267	
%销售收入	80.6%	83.0%	85.7%	86.7%	87.8%	88.7%	%总资产	56.4%	56.8%	61.5%	63.4%	65.3%	68.0%	
营业税金及附加	-1,976	-2,224	-2,865	-3,352	-4,027	-4,754	长期投资	2,583	2,825	2,990	3,015	3,040	3,065	
%销售收入	12.5%	13.4%	13.9%	13.4%	13.3%	13.2%	固定资产	8,776	8,899	9,349	10,475	11,886	13,167	
销售费用	-4,186	-3,091	-3,599	-4,193	-5,026	-5,943	%总资产	30.3%	25.4%	21.6%	21.3%	20.9%	19.8%	
%销售收入	26.5%	18.6%	17.4%	16.7%	16.6%	16.5%	无形资产	333	2,659	2,608	2,692	2,776	2,863	
管理费用	-829	-844	-1,056	-1,285	-1,544	-1,801	非流动资产	12,606	15,120	16,636	18,016	19,693	21,253	
%销售收入	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.0%	%总资产	43.6%	43.2%	38.5%	36.6%	34.7%	32.0%	
研发费用	-72	-86	-138	-151	-182	-216	资产总计	28,920	35,009	43,212	49,269	56,816	66,520	
%销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	短期借款	0	72	86	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	5,689	7,585	10,032	12,776	15,819	19,250	应付款项	2,568	3,227	3,073	3,988	3,960	4,405	
%销售收入	36.0%	45.5%	48.6%	50.9%	52.2%	53.4%	其他流动负债	4,220	4,448	7,788	7,490	9,009	10,889	
财务费用	205	132	217	189	278	392	流动负债	6,787	7,748	10,947	11,478	12,970	15,294	
%销售收入	-1.3%	-0.8%	-1.1%	-0.8%	-0.9%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	2,578	4,080	4,128	4,116	4,107	4,102	
公允价值变动收益	0	0	6	0	0	0	负债	9,365	11,827	15,075	15,594	17,076	19,396	
投资收益	155	201	202	258	284	312	普通股股东权益	19,407	23,075	28,040	33,565	39,623	47,001	
%税前利润	2.5%	2.5%	1.9%	1.9%	1.7%	1.6%	其中：股本	1,465	1,465	1,465	1,472	1,472	1,472	
营业利润	6,119	7,959	10,590	13,253	16,411	19,984	未分配利润	12,560	16,237	21,188	26,076	32,134	39,512	
营业利润率	38.7%	47.8%	51.3%	52.8%	54.2%	55.5%	少数股东权益	148	107	97	110	117	124	
营业外收支	-15	-20	-39	-5	-5	-5	负债股东权益合计	28,920	35,009	43,212	49,269	56,816	66,520	
税前利润	6,104	7,939	10,551	13,248	16,406	19,979	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	38.6%	47.7%	51.1%	52.8%	54.2%	55.5%	每股指标							
所得税	-1,462	-1,981	-2,614	-3,259	-4,036	-4,915	每股收益	3.169	4.100	5.431	6.779	8.401	10.232	
所得税率	23.9%	24.9%	24.8%	24.6%	24.6%	24.6%	每股净资产	13.249	15.753	19.143	22.808	26.925	31.938	
净利润	4,642	5,959	7,937	9,989	12,370	15,064	每股经营现金净流	3.305	3.357	5.303	8.079	7.575	11.876	
少数股东损益	0	-47	-18	13	7	7	每股股利	1.590	2.051	3.244	3.457	4.285	5.218	
归属于母公司的净利润	4,642	6,006	7,956	9,976	12,363	15,057	回报率							
净利率	29.3%	36.1%	38.5%	39.7%	40.8%	41.8%	净资产收益率	23.92%	26.03%	28.37%	29.72%	31.20%	32.04%	
							总资产收益率	16.05%	17.15%	18.41%	20.25%	21.76%	22.64%	
							投入资本收益率	19.57%	20.85%	23.38%	25.53%	27.23%	28.36%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	21.15%	5.28%	23.96%	21.63%	20.60%	18.96%	
							EBIT增长率	31.13%	33.33%	32.26%	27.36%	23.82%	21.68%	
							净利润增长率	33.17%	29.38%	32.47%	25.40%	23.93%	21.79%	
							总资产增长率	27.94%	21.06%	23.43%	14.02%	15.32%	17.08%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
							存货周转天数	409.1	538.9	740.1	750.0	760.0	770.0	
							应付账款周转天数	188.2	289.1	310.6	310.0	310.0	310.0	
							固定资产周转天数	35.0	150.9	143.0	131.0	124.5	116.6	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-37.14%	-32.63%	-36.05%	-46.80%	-46.32%	-55.26%	
							EBIT利息保障倍数	-27.7	-57.3	-46.3	-67.6	-56.9	-49.1	
							资产负债率	32.38%	33.78%	34.89%	31.65%	30.06%	29.16%	

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	7	23	59	84	192
增持	1	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.04	1.03	1.05	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。

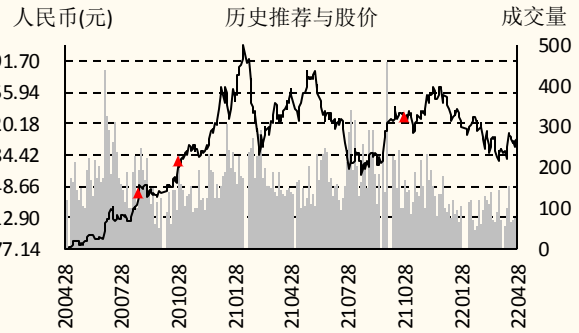
最终评分与平均投资建议对照：

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
7	2022-03-12	买入	205.60	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，任何机构和个人均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