

泸州老窖 (000568.SZ)

收入利润超预期，盈利能力持续提升

核心观点:

- **收入/利润超预期，批价表现坚挺。**公司发布 21 年年报及 22 年一季报，21 年营业收入 206.42 亿元，同比增长 23.96%；归母净利润 79.56 亿元，同比增长 32.47%。22Q1 营业收入 63.12 亿元，同比增长 26.15%；归母净利润 28.76 亿元，同比增长 32.72%。收入利润超预期。22Q1 公司合同负债 19.92 亿元，环比 21 年底减少 19.74 亿元，同比增长 4.28%，预计与今年疫情下公司控量挺价、减缓回款节奏有关。根据今日酒价，春节以来国窖 1573 批价约 915 元，批价表现坚挺。21 年和 22Q1 经营活动产生的现金流量净额为分别为 76.99/11.31 亿元，同比变动+59.60%/-13.63%，主要由于支付的各项税费增加。
- **受益于产品结构升级和实施精细化管理，公司盈利能力持续提升。**21 年中高档酒（国窖、特曲、窖龄）收入 183.94 亿元，同比增长 29.22%，其中销量/吨价分别同比增长 25.42%/3.03%。21 年其他酒类收入 20.18 亿元，同比下降 8.74%。我们预计 22Q1 国窖收入增速 20%-25%，特曲增速 30%+，窖龄平稳增长。受益于产品结构升级，公司毛利率提升，22Q1 毛利率 86.43%，同比提升 0.39pct。公司实施精细化管理，期间费用率降低，22Q1 公司销售/管理费用率分别为 10.66%/4.38%，同比变动-2.82/+0.43pct。毛利率提升叠加费用率下降，公司盈利能力提升，22Q1 公司归母净利率 45.56%，同比提升 2.26pct。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 22-24 年公司收入分别为 253.91/307.01/366.72 亿元，同比增长 23.00%/20.92%/19.45%；归母净利润分别为 100.27/124.26/152.49 亿元，同比增长 26.03%/23.93% / 22.72%，按最新收盘价对应 PE 为 31/25/21 倍。参考可比公司，给予 22 年 35 倍 PE 估值，合理价值为 238.47 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济不达预期；批价波动超出预期；食品安全风险。

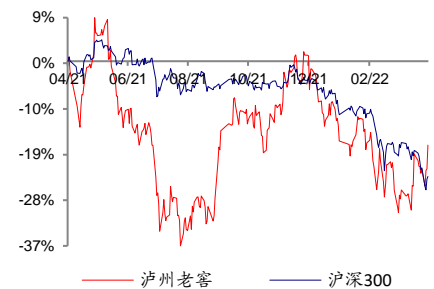
盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	16,653	20,642	25,391	30,701	36,672
增长率 (%)	5.28	23.96	23.00	20.92	19.45
EBITDA (百万元)	7,894	10,597	12,744	15,792	19,345
归母净利润 (百万元)	6,006	7,956	10,027	12,426	15,249
增长率 (%)	29.38	32.47	26.03	23.93	22.72
EPS (元/股)	4.10	5.43	6.81	8.44	10.36
市盈率 (x)	55.16	46.74	31.41	25.34	20.65
ROE (%)	26.03	28.37	30.80	28.43	28.00
EV/EBITDA (x)	41.01	34.21	23.15	18.33	14.38

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	214.00 元
合理价值	238.47 元
前次评级	买入
报告日期	2022-04-29

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

袁少州



SAC 执证号: S0260520070004



021-38003629



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

泸州老窖 (000568.SZ): 收 2022-03-14

入利润略超预期，22 年目标有望达成

泸州老窖 (000568.SZ): 国 2021-10-29

窖驱动收入稳健增长，盈利水平持续提升

泸州老窖 (000568.SZ): 股 2021-09-28

权激励终落地，管理红利有望加速释放

联系人: 徐锡联 021-38003800

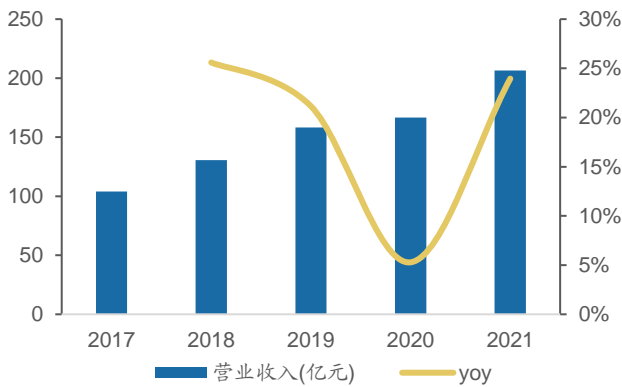
xuxilian@gf.com.cn

公司发布21年年度报告及22年一季报，21年公司实现营业收入206.42亿元，同比增长23.96%；实现归母净利润79.56亿元，同比增长32.47%。其中21Q4实现营业收入65.32亿元，同比增长29.26%；实现归母净利润16.80，同比增长41.14%。22Q1实现营业收入63.12亿元，同比增长26.15%；实现归母净利润28.76亿元，同比增长32.72%。收入利润超预期，点评如下：

一、收入利润超预期，批价表现坚挺

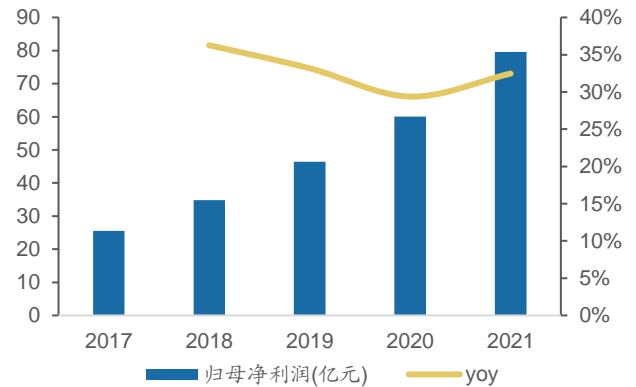
公司发布21年年度报告及22年一季报，21年公司实现营业收入206.42亿元，同比增长23.96%；实现归母净利润79.56亿元，同比增长32.47%。其中21Q4实现营业收入65.32亿元，同比增长29.26%；实现归母净利润16.80，同比增长41.14%。22Q1实现营业收入63.12亿元，同比增长26.15%；实现归母净利润28.76亿元，同比增长32.72%。收入利润超预期，主要由于国窖收入较快增长，特曲调整后增长加速。

图1：21年营业收入206.42亿元，同比+23.96%



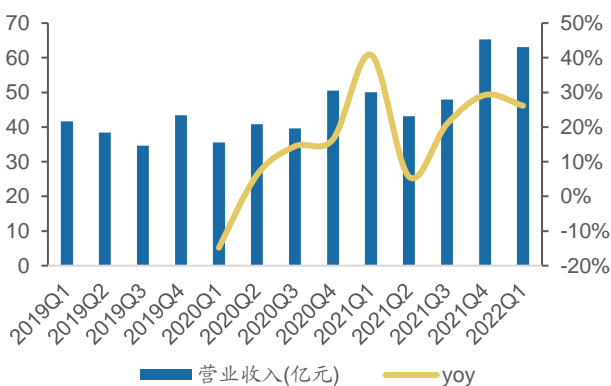
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：21年归母净利润79.56亿元，同比+32.47%



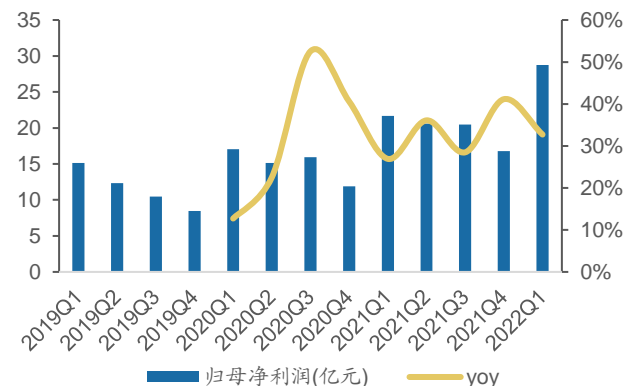
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3：22Q1营业收入63.12亿元，同比+26.15%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

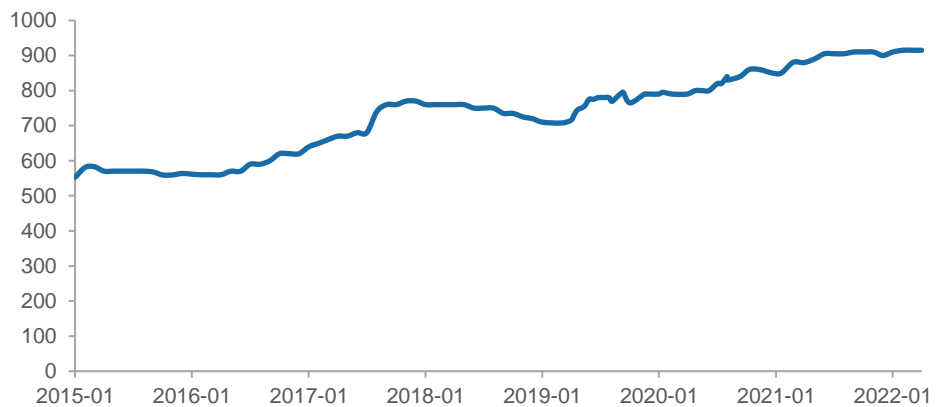
图4：22Q1归母净利润28.76亿元，同比+32.72%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司21年销售商品、提供劳务收到的现金225.47亿元，同比增长31.23%。22Q1销售商品、提供劳务收到的现金74.98亿元，同比增长16.30%。22Q1公司合同负债19.92亿元，环比21年底减少19.74亿元，同比增长4.28%，增速慢于收入，预计与今年疫情再次大规模爆发公司控量挺价、减缓回款节奏有关。根据今日酒价数据，春节以来国窖1573批价维持在910-920元左右，批价表现坚挺。21年经营活动产生的现金流量净额为76.99亿元，同比增长56.60%；22Q1经营活动产生的现金流量净额为11.31亿元，同比下降13.63%，主要由于支付的各项税费显著增加。

图5：春节以来国窖1573批价维持在910-920元左右（元/瓶）



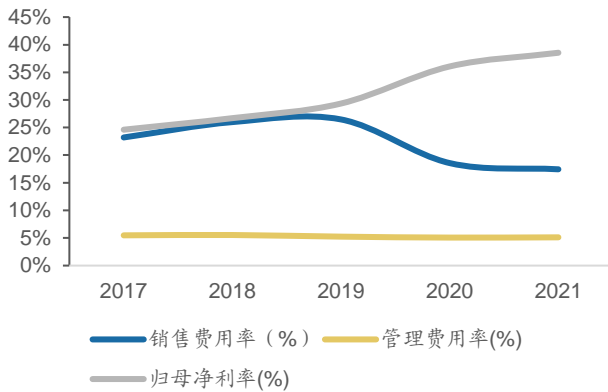
数据来源：今日酒价，广发证券发展研究中心

二、受益于产品结构升级和实施精细化管理，盈利能力持续提升

分产品看，21年中高档酒（国窖、特曲、窖龄）收入183.94亿元，同比增长29.22%，其中销量同比增长25.42%，吨价同比增长3.03%。21年其他酒类收入20.18亿元，同比下降8.74%。我们估计21年国窖1573收入同比增长25%-30%，其中低度国窖收入增速高于高度国窖。21年老字号特曲调整后，价格逐渐迈进次高端，我们估计21年特曲收入增速超过30%。我们估计22Q1国窖收入增速20%-25%，环比略有放缓，预计主要原因系公司自春节发货结束后采取了控货挺价措施。我们估计22Q1特曲延续高增长态势，收入同比增速超30%，窖龄表现较为平稳。

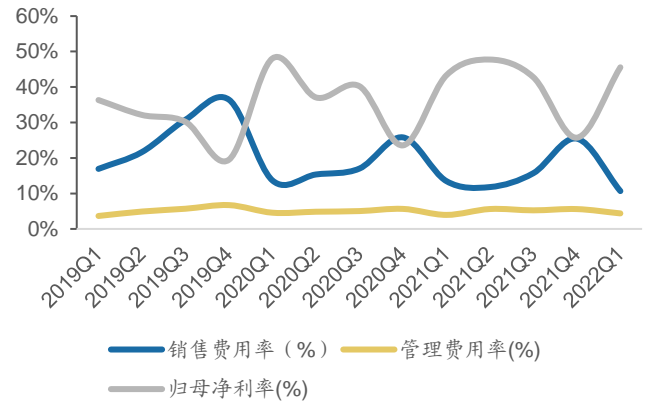
公司深入贯彻“精细化管理增效益，精准营销拓市场”的发展方针，实施精细化管理，费用率进一步降低。22Q1公司销售费用率10.66%，同比下降2.82pct；管理费用率4.38%，同比提升0.43pct。受益于产品结构升级和费用率降低，公司盈利能力显著提升。21年公司毛利率为85.70%，同比提升2.65pct；22Q1公司毛利率86.43%，同比提升0.39pct。21年归母净利率为38.54%，同比提升2.48pct。22Q1归母净利率为45.56%，同比提升2.26pct。

图6: 21年归母净利率为38.54%，同比+2.48pct



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 22Q1 归母净利率为 45.56%，同比+2.26pct



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

我们预计22-24年公司收入分别为253.91/307.01/366.72亿元, 同比增长23.00%/20.92%/19.45%, 归母净利润分别为100.27/124.26/152.49亿元, 同比增长26.03%/23.93%/22.72%, EPS分别为6.81/8.44/10.36元/股, 按最新收盘价对应PE为31/25/21倍。考虑到公司的成长性, 参考可比公司给予2022年35倍PE估值, 合理价值为238.47元/股, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值对比 (截止2022年04月28日收盘价) (单位: 人民币元)

证券简称	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
贵州茅台	600519.SH	1835.00	49.71	58.98	69.32	36.91	31.11	26.47
五粮液	000858.SZ	165.85	6.84	7.89	9.22	24.25	21.02	17.99
平均值	/	/	-	-	-	30.58	26.07	22.23

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 注: 盈利预测来源于Wind一致预期

四、风险提示

宏观经济不达预期。若宏观经济增长不达预期, 则可能影响公司产品需求, 导致收入、业绩不达预期。

批价波动超出预期。若批价波动超出预期, 则影响公司产品价盘, 不利于公司收入增长的稳定性。

食品安全风险。如出现食品安全问题, 则对公司销量有较大影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19,890	26,575	36,848	43,779	56,137	经营活动现金流	4,916	7,699	15,646	11,111	17,923
货币资金	11,625	13,513	24,021	29,513	40,962	净利润	5,959	7,937	10,000	12,394	15,209
应收及预付	76	180	141	190	198	折旧摊销	309	565	-58	-98	-78
存货	4,696	7,278	6,996	8,410	9,264	营运资金变动	-1,164	-384	5,273	-1,077	2,959
其他流动资产	3,493	5,605	5,690	5,666	5,713	其它	-187	-419	431	-107	-167
非流动资产	15,120	16,636	18,204	20,445	22,654	投资活动现金流	-2,174	-2,678	-1,405	-1,420	-1,274
长期股权投资	2,478	2,627	2,627	2,627	2,627	资本支出	-2,123	-1,976	-1,659	-1,727	-1,640
固定资产	6,887	8,089	8,425	8,841	9,333	投资变动	-80	-741	0	0	0
在建工程	2,012	1,260	1,680	2,079	2,458	其他	29	38	254	307	367
无形资产	2,657	2,606	4,062	5,487	6,826	筹资活动现金流	-917	-3,183	-3,733	-4,200	-5,200
其他长期资产	1,085	2,054	1,411	1,411	1,411	银行借款	1,494	0	0	0	0
资产总计	35,009	43,212	55,052	64,224	78,792	股权融资	10	8	7	0	0
流动负债	7,748	10,947	15,985	16,347	20,214	其他	-2,421	-3,191	-3,740	-4,200	-5,200
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	1,816	1,834	10,507	5,492	11,450
应付及预收	2,726	2,420	7,812	6,049	8,822	期初现金余额	9,752	11,568	13,513	24,021	29,513
其他流动负债	5,022	8,527	8,172	10,298	11,392	期末现金余额	11,568	13,403	24,021	29,513	40,962
非流动负债	4,080	4,128	4,128	4,128	4,128						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	3,988	3,991	3,991	3,991	3,991						
其他非流动负债	92	137	137	137	137						
负债合计	11,827	15,075	20,112	20,475	24,342						
股本	1,465	1,465	1,472	1,472	1,472						
资本公积	3,723	3,755	3,755	3,755	3,755						
留存收益	17,701	22,653	30,015	38,857	49,598						
归属母公司股东权益	23,075	28,040	34,869	43,711	54,452						
少数股东权益	107	97	71	38	-2						
负债和股东权益	35,009	43,212	55,052	64,224	78,792						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,653	20,642	25,391	30,701	36,672
营业成本	2,823	2,952	3,192	3,612	4,099
营业税金及附加	2,224	2,865	3,809	4,544	5,317
销售费用	3,091	3,599	4,189	4,974	5,868
管理费用	844	1,056	1,277	1,535	1,797
研发费用	86	138	122	147	169
财务费用	-132	-217	-138	-282	-435
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	6	0	0	0
投资净收益	201	202	254	307	367
营业利润	7,959	10,590	13,234	16,525	20,279
营业外收支	-20	-39	0	0	0
利润总额	7,939	10,551	13,234	16,525	20,279
所得税	1,981	2,614	3,233	4,131	5,070
净利润	5,959	7,937	10,000	12,394	15,209
少数股东损益	-47	-18	-26	-33	-40
归属母公司净利润	6,006	7,956	10,027	12,426	15,249
EBITDA	7,894	10,597	12,744	15,792	19,345
EPS (元)	4.10	5.43	6.81	8.44	10.36

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	5.3%	24.0%	23.0%	20.9%	19.4%
营业利润增长	30.1%	33.1%	25.0%	24.9%	22.7%
归母净利润增长	29.4%	32.5%	26.0%	23.9%	22.7%
获利能力					
毛利率	83.0%	85.7%	87.4%	88.2%	88.8%
净利率	35.8%	38.5%	39.4%	40.4%	41.5%
ROE	26.0%	28.4%	30.8%	28.4%	28.0%
ROIC	20.9%	23.4%	24.8%	24.9%	24.9%
偿债能力					
资产负债率	33.8%	34.9%	36.5%	31.9%	30.9%
净负债比率	51.0%	53.6%	57.6%	46.8%	44.7%
流动比率	2.57	2.43	2.31	2.68	2.78
速动比率	1.95	1.75	1.86	2.15	2.31
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.48	0.46	0.48	0.47
应收账款周转率	11,044.0	12,677.5	11,804.5	12,225.5	12,011.3
存货周转率	3.55	2.84	3.63	3.65	3.96
每股指标 (元)					
每股收益	4.10	5.43	6.81	8.44	10.36
每股经营现金流	3.36	5.26	10.63	7.55	12.18
每股净资产	15.75	19.14	23.69	29.70	37.00
估值比率					
P/E	55.16	46.74	31.41	25.34	20.65
P/B	14.36	13.26	9.03	7.20	5.78
EV/EBITDA	41.01	34.21	23.15	18.33	14.38

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，14年证券行业工作经验。
刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
高鸿：高级分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
方一苇：高级分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
徐锡联：高级研究员，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
张子健：高级研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。