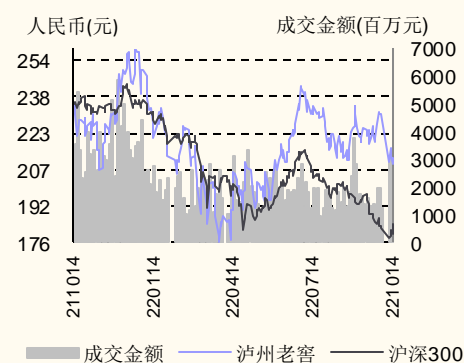


市场价格 (人民币): 212.22 元

## 业绩稳中向好, 逆势中坚若磐石

## 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)       | 3,123.79      |
| 年内股价最高最低(元)   | 259.12/176.13 |
| 沪深 300 指数     | 3842          |
| 深证成指          | 11122         |



## 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 | 25,546 | 31,434 | 37,671 |
| 营业收入增长率        | 5.3%   | 24.0%  | 23.8%  | 23.0%  | 19.8%  |
| 归母净利润(百万元)     | 6,006  | 7,956  | 10,199 | 12,746 | 15,429 |
| 归母净利润增长率       | 29.4%  | 32.5%  | 28.2%  | 25.0%  | 21.0%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 4.10   | 5.43   | 6.93   | 8.66   | 10.48  |
| 每股经营性现金流净额     | 3.36   | 5.26   | 7.46   | 9.08   | 10.95  |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 26.0%  | 28.4%  | 30.7%  | 32.7%  | 33.6%  |
| P/E            | 55.16  | 46.74  | 30.63  | 24.51  | 20.25  |
| P/B            | 14.36  | 13.26  | 9.39   | 8.01   | 6.80   |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 22年10月14日, 公司披露2022年前三季度业绩预告。2022年前三季度预计实现归母净利润80.52-82.57亿元, 同比+28.3%-31.6%。其中单三季度预计实现归母净利润25.21-27.25亿元, 同比+23.0%-33.0%。

## 经营分析

- 根据业绩预告, 公司单三季度归母净利增速的中值为28%, 略高于此前预期, 公司在外部扰动下仍秉承了一贯的稳健性。具体从产品维度拆分看: 国窖、特曲及窖龄公司于9月底已发布停货通知, 其中国窖整体进度预计在85%左右, 且近期或有部分配额执行。
- 目前国窖高度批价在900元左右(个别地区暗流价或更低), 华北国窖低度批价660元左右, 整体全国面上库存1个月多月, 仍处于良性水平(个别封控区内库存或略高, 但该部分量有限)。此外, 9月末时特曲60销售额已破20亿, 目前也为发布专为宴席市场打造的“红60”, 整体各产品带向好势头不减。
- 公司产品架构日渐完善, 从光瓶黑盖到次高端的特曲、窖龄, 再到高端价位的国窖, 一定程度上使得公司秉承确定性的同时兼顾一定弹性, 而在股权激励的保障下我们认为今明年的业绩仍具备高质量完成的确定性, 分产品放量等保留措施充足。
- 此外, 公司在终端把控、消费者精准培育层面始终处于行业前列水平, 费用效率较高。整体而言, 渠道稳步的推进下我们看好公司在华东、华南等市场的突破前景, 且公司在华北、四川等区域仍存优势, 经销商与公司协作的信心也较为充足。

## 投资建议

- 我们预计公司22-24年归母净利增速分别为28.2%/25.0%/21.0%, 对应归母净利润102/127/154亿元; EPS为6.93/8.66/10.48元, 对应PE分别为30.6/24.5/20.3X, 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。

## 相关报告

- 《高质量业绩延续, 多维度势能释放-泸州老窖22年中报点评》, 2022.8.28
- 《一季度业绩超预期, 全年净利率有望持续改善-泸州老窖21年报&...》, 2022.4.28
- 《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

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchenqian@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)  |               |               |               |               |               |               |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                     | 2019          | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |                 | 2019          | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
| <b>主营业务收入</b>       | <b>15,817</b> | <b>16,653</b> | <b>20,642</b> | <b>25,546</b> | <b>31,434</b> | <b>37,671</b> | 货币资金            | 9,754         | 11,625        | 13,513        | 18,267        | 23,148        | 29,341        |
| 增长率                 | 5.3%          | 24.0%         | 23.8%         | 23.0%         | 19.8%         |               | 应收款项            | 2,572         | 3,338         | 4,788         | 4,957         | 5,785         | 6,556         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-3,065</b> | <b>-2,823</b> | <b>-2,952</b> | <b>-3,534</b> | <b>-4,224</b> | <b>-5,008</b> | 存货              | 3,641         | 4,696         | 7,278         | 7,261         | 8,737         | 10,428        |
| %销售收入               | 19.4%         | 17.0%         | 14.3%         | 13.8%         | 13.4%         | 13.3%         | 其他流动资产          | 347           | 231           | 996           | 1,269         | 1,609         | 1,963         |
| <b>毛利</b>           | <b>12,752</b> | <b>13,829</b> | <b>17,690</b> | <b>22,012</b> | <b>27,210</b> | <b>32,663</b> | 流动资产            | 16,314        | 19,890        | 26,575        | 31,754        | 39,279        | 48,289        |
| %销售收入               | 80.6%         | 83.0%         | 85.7%         | 86.2%         | 86.6%         | 86.7%         | %总资产            | 56.4%         | 56.8%         | 61.5%         | 65.1%         | 68.9%         | 72.4%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-1,976</b> | <b>-2,224</b> | <b>-2,865</b> | <b>-3,321</b> | <b>-4,055</b> | <b>-4,822</b> | 长期投资            | 2,583         | 2,825         | 2,990         | 3,121         | 3,259         | 3,404         |
| %销售收入               | 12.5%         | 13.4%         | 13.9%         | 13.0%         | 12.9%         | 12.8%         | 固定资产            | 8,776         | 8,899         | 9,349         | 9,794         | 10,229        | 10,602        |
| <b>销售费用</b>         | <b>-4,186</b> | <b>-3,091</b> | <b>-3,599</b> | <b>-4,164</b> | <b>-5,092</b> | <b>-6,065</b> | %总资产            | 30.3%         | 25.4%         | 21.6%         | 20.1%         | 17.9%         | 15.9%         |
| %销售收入               | 26.5%         | 18.6%         | 17.4%         | 16.3%         | 16.2%         | 16.1%         | 无形资产            | 333           | 2,659         | 2,608         | 2,676         | 2,743         | 2,809         |
| <b>管理费用</b>         | <b>-829</b>   | <b>-844</b>   | <b>-1,056</b> | <b>-1,252</b> | <b>-1,509</b> | <b>-1,771</b> | 非流动资产           | 12,606        | 15,120        | 16,636        | 17,040        | 17,754        | 18,427        |
| %销售收入               | 5.2%          | 5.1%          | 5.1%          | 4.9%          | 4.8%          | 4.7%          | %总资产            | 43.6%         | 43.2%         | 38.5%         | 34.9%         | 31.1%         | 27.6%         |
| <b>研发费用</b>         | <b>-72</b>    | <b>-86</b>    | <b>-138</b>   | <b>-179</b>   | <b>-223</b>   | <b>-271</b>   | <b>资产总计</b>     | <b>28,920</b> | <b>35,009</b> | <b>43,212</b> | <b>48,794</b> | <b>57,034</b> | <b>66,716</b> |
| %销售收入               | 0.5%          | 0.5%          | 0.7%          | 0.7%          | 0.7%          | 0.7%          | 短期借款            | 0             | 72            | 86            | 0             | 0             | 0             |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>5,689</b>  | <b>7,585</b>  | <b>10,032</b> | <b>13,097</b> | <b>16,331</b> | <b>19,734</b> | 应付款项            | 2,568         | 3,227         | 3,073         | 3,752         | 4,502         | 5,360         |
| %销售收入               | 36.0%         | 45.5%         | 48.6%         | 51.3%         | 52.0%         | 52.4%         | 其他流动负债          | 4,220         | 4,448         | 7,788         | 7,580         | 9,346         | 11,235        |
| <b>财务费用</b>         | <b>205</b>    | <b>132</b>    | <b>217</b>    | <b>142</b>    | <b>242</b>    | <b>357</b>    | 流动负债            | 6,787         | 7,748         | 10,947        | 11,332        | 13,848        | 16,595        |
| %销售收入               | -1.3%         | -0.8%         | -1.1%         | -0.6%         | -0.8%         | -0.9%         | 长期贷款            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-1</b>     | <b>0</b>      | <b>81</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 其他长期负债          | 2,578         | 4,080         | 4,128         | 4,123         | 4,123         | 4,125         |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>6</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>负债</b>       | <b>9,365</b>  | <b>11,827</b> | <b>15,075</b> | <b>15,456</b> | <b>17,970</b> | <b>20,719</b> |
| <b>投资收益</b>         | <b>155</b>    | <b>201</b>    | <b>202</b>    | <b>273</b>    | <b>328</b>    | <b>377</b>    | <b>普通股股东权益</b>  | <b>19,407</b> | <b>23,075</b> | <b>28,040</b> | <b>33,257</b> | <b>38,992</b> | <b>45,935</b> |
| %税前利润               | 2.5%          | 2.5%          | 1.9%          | 2.0%          | 1.9%          | 1.8%          | 其中：股本           | 1,465         | 1,465         | 1,465         | 1,472         | 1,472         | 1,472         |
| <b>营业利润</b>         | <b>6,119</b>  | <b>7,959</b>  | <b>10,590</b> | <b>13,568</b> | <b>16,958</b> | <b>20,527</b> | 未分配利润           | 12,560        | 16,237        | 21,188        | 25,777        | 31,513        | 38,456        |
| <b>营业利润率</b>        | <b>38.7%</b>  | <b>47.8%</b>  | <b>51.3%</b>  | <b>53.1%</b>  | <b>53.9%</b>  | <b>54.5%</b>  | 少数股东权益          | 148           | 107           | 97            | 82            | 71            | 61            |
| <b>营业外收支</b>        | <b>-15</b>    | <b>-20</b>    | <b>-39</b>    | <b>-30</b>    | <b>-30</b>    | <b>-30</b>    | <b>负债股东权益合计</b> | <b>28,920</b> | <b>35,009</b> | <b>43,212</b> | <b>48,794</b> | <b>57,034</b> | <b>66,716</b> |
| <b>税前利润</b>         | <b>6,104</b>  | <b>7,939</b>  | <b>10,551</b> | <b>13,538</b> | <b>16,928</b> | <b>20,497</b> |                 |               |               |               |               |               |               |
| <b>利润率</b>          | <b>38.6%</b>  | <b>47.7%</b>  | <b>51.1%</b>  | <b>53.0%</b>  | <b>53.9%</b>  | <b>54.4%</b>  |                 |               |               |               |               |               |               |
| <b>所得税</b>          | <b>-1,462</b> | <b>-1,981</b> | <b>-2,614</b> | <b>-3,354</b> | <b>-4,193</b> | <b>-5,077</b> |                 |               |               |               |               |               |               |
| <b>所得税率</b>         | <b>23.9%</b>  | <b>24.9%</b>  | <b>24.8%</b>  | <b>24.8%</b>  | <b>24.8%</b>  | <b>24.8%</b>  |                 |               |               |               |               |               |               |
| <b>净利润</b>          | <b>4,642</b>  | <b>5,959</b>  | <b>7,937</b>  | <b>10,184</b> | <b>12,735</b> | <b>15,419</b> |                 |               |               |               |               |               |               |
| 少数股东损益              | 0             | -47           | -18           | -15           | -12           | -9            |                 |               |               |               |               |               |               |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>4,642</b>  | <b>6,006</b>  | <b>7,956</b>  | <b>10,199</b> | <b>12,746</b> | <b>15,429</b> |                 |               |               |               |               |               |               |
| <b>净利率</b>          | <b>29.3%</b>  | <b>36.1%</b>  | <b>38.5%</b>  | <b>39.9%</b>  | <b>40.5%</b>  | <b>41.0%</b>  |                 |               |               |               |               |               |               |

| 现金流量表 (人民币百万元)  |               |               |               |               |               |               |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                 | 2019          | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
| <b>净利润</b>      | <b>4,642</b>  | <b>5,959</b>  | <b>7,937</b>  | <b>10,184</b> | <b>12,735</b> | <b>15,419</b> |
| 少数股东损益          | 0             | -47           | -18           | -15           | -12           | -9            |
| <b>非现金支出</b>    | <b>168</b>    | <b>309</b>    | <b>484</b>    | <b>590</b>    | <b>651</b>    | <b>713</b>    |
| 非经营收益           | -280          | -187          | -338          | -155          | -219          | -279          |
| 营运资金变动          | 311           | -1,164        | -384          | 356           | 192           | 260           |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>4,842</b>  | <b>4,916</b>  | <b>7,699</b>  | <b>10,975</b> | <b>13,358</b> | <b>16,113</b> |
| <b>资本开支</b>     | <b>-4,572</b> | <b>-2,123</b> | <b>-1,976</b> | <b>-792</b>   | <b>-1,147</b> | <b>-1,150</b> |
| 投资              | -8            | -80           | -741          | -441          | -458          | -475          |
| 其他              | 29            | 29            | 38            | 273           | 328           | 377           |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-4,551</b> | <b>-2,174</b> | <b>-2,678</b> | <b>-960</b>   | <b>-1,277</b> | <b>-1,248</b> |
| 股权募资            | 4             | 10            | 8             | 627           | 0             | 0             |
| 债权募资            | 2,490         | 1,494         | 0             | -86           | 0             | 0             |
| 其他              | -2,400        | -2,421        | -3,191        | -5,791        | -7,192        | -8,667        |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>93</b>     | <b>-917</b>   | <b>-3,183</b> | <b>-5,251</b> | <b>-7,192</b> | <b>-8,667</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>386</b>    | <b>1,816</b>  | <b>1,834</b>  | <b>4,764</b>  | <b>4,889</b>  | <b>6,199</b>  |

| 比率分析          |         |         |         |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|               | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 3.169   | 4.100   | 5.431   | 6.929   | 8.659   | 10.482  |
| 每股净资产         | 13.249  | 15.753  | 19.143  | 22.593  | 26.490  | 31.207  |
| 每股经营现金净流      | 3.305   | 3.356   | 5.256   | 7.458   | 9.077   | 10.949  |
| 每股股利          | 1.590   | 2.050   | 3.240   | 3.812   | 4.764   | 5.766   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 23.92%  | 26.03%  | 28.37%  | 30.67%  | 32.69%  | 33.59%  |
| 总资产收益率        | 16.05%  | 17.15%  | 18.41%  | 20.90%  | 22.35%  | 23.13%  |
| 投入资本收益率       | 19.57%  | 20.85%  | 23.38%  | 26.34%  | 28.48%  | 29.65%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 21.15%  | 5.28%   | 23.96%  | 23.76%  | 23.05%  | 19.84%  |
| EBIT增长率       | 31.13%  | 33.33%  | 32.26%  | 30.55%  | 24.69%  | 20.84%  |
| 净利润增长率        | 33.17%  | 29.38%  | 32.47%  | 28.20%  | 24.98%  | 21.05%  |
| 总资产增长率        | 27.94%  | 21.06%  | 23.43%  | 12.92%  | 16.89%  | 16.98%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 0.3     | 0.2     | 0.0     | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| 存货周转天数        | 409.1   | 538.9   | 740.1   | 750.0   | 755.0   | 760.0   |
| 应付账款周转天数      | 188.2   | 289.1   | 310.6   | 312.2   | 314.2   | 316.2   |
| 固定资产周转天数      | 35.1    | 151.0   | 143.0   | 120.5   | 101.8   | 87.6    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -37.14% | -32.63% | -36.05% | -45.87% | -52.46% | -58.74% |
| EBIT利息保障倍数    | -27.7   | -57.3   | -46.3   | -92.1   | -67.4   | -55.3   |
| 资产负债率         | 32.38%  | 33.78%  | 34.89%  | 31.67%  | 31.51%  | 31.06%  |

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 | 11   | 16   | 82   | 106  | 209  |
| 增持 | 0    | 0    | 3    | 4    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.04 | 1.04 | 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。

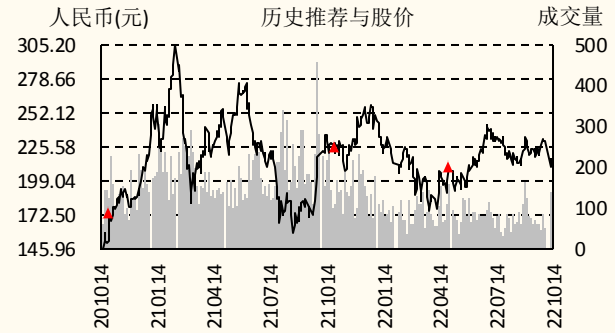
最终评分与平均投资建议对照：

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  | 2020-10-29 | 买入 | 162.70 | N/A |
| 2  | 2021-05-01 | 买入 | 255.58 | N/A |
| 3  | 2021-08-29 | 买入 | 169.38 | N/A |
| 4  | 2021-10-29 | 买入 | 227.29 | N/A |
| 5  | 2022-03-12 | 买入 | 205.60 | N/A |
| 6  | 2022-04-28 | 买入 | 201.73 | N/A |
| 7  | 2022-08-28 | 买入 | 223.27 | 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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**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