

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

泸州老窖(000568)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

泸州老窖(000568.SZ): 步伐
坚定, 奋力追赶 2022.08.29泸州老窖(000568.SZ): 稳扎
稳打, 向上突破 2022.04.29泸州老窖(000568.SZ): 团队
富有活力, 国窖引领复兴
2022.02.25

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

全线出击, 势能延续

2022年10月16日

事件: 公司公告, 预计 22Q1-3 实现归母净利润 80.52-82.57 亿元, 同比增长 28.32%-31.58%; 预计 22Q3 归母净利润 25.21-27.25 亿元, 同比增长 23.00-33.00%。

- **利润已超 2021 年全年, 增长势头持续。**公司 2021 年归母净利润为 79.56 亿元, 按照业绩预告情况, 今年前三季度的利润已超过去年全年水平, 在国窖+特曲两架马车的拉动下, 整体增速保持稳定。今年以来, 公司积极开展“百城融合”及“燎原会战”, 借全国范围内的星火燎原之势, 拉动终端需求。从实际效果看, 公司在华东地区发展较快, 江苏、浙江的销售规模均已超过湖南, 低度国窖增长势头延续。国庆节前, 公司三大品牌销售公司(国窖公司、窖龄公司和特曲公司)分别发文, 因全年配额执行完毕, 针对泸州老窖三大单品“国窖 1573、百年泸州老窖窖龄酒(包括 30 年、60 年和 90 年)和泸州老窖特曲系列”进行全面停货。一方面, 全年回款任务几近结束, 向经销商传递配额稀缺的信号; 另一方面, 公司对旺季动销与渠道库存的把控较为精细, 有利于稳定渠道价盘, 并为来年开门红充分准备。
- **特曲引领泸州老窖品牌复兴。**在“双品牌、三品系、大单品”战略中, 据我们测算, 今年国窖 1573 的销售规模有望迈上新百亿台阶, 此外特曲事业部也在稳步发力。老字号特曲自换代提价以来, 延续放量趋势, 成交价已站稳 300 元价位; 特曲 60 版作为 500 元价位大单品, 从过去的团购渠道为主, 逐步向流通渠道放开, 今年销售额已突破 20 亿, 同比增长超 40%。在国庆之际, 公司推出“红 60”单品, 旨在进一步抢占宴席市场, 打造次高端价位带的宴席标杆。
- **黑盖大光瓶战略快速落地, 泸州老窖 1952 全国化上市。**按照公司规划, 十四五期间, 零售指导价 98 元的“黑盖”有望累计实现 100 亿销售额, 并完成 150 万终端网点建设, 成为百元高品质光瓶酒的规模和市场引领者。自黑盖上市以来, 公司就构建了面向消费者的数字化营销模式, 在场景构建和营销方式上进行创新, 通过两轮赠饮活动, 加快落地。近半年以来, 泸州老窖 1952 也陆续在全国各地启动上市发布, 作为泸州老窖品牌的价格高度, 我们认为, 依托国窖的组织架构体系, 该产品未来有望成为渠道的利润补充, 并承接一定的次高端上沿价位需求。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计公司 2022-2024 年摊薄每股收益分别为 6.86 元、8.58 元、10.47 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:**宏观经济不确定风险; 行业竞争加剧风险

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	16,653	20,642	25,625	31,011	37,195
增长率 YoY %	5.3%	24.0%	24.1%	21.0%	19.9%
归属母公司净利润 (百万元)	6,006	7,956	10,105	12,632	15,418
增长率 YoY%	29.4%	32.5%	27.0%	25.0%	22.1%
毛利率%	83.0%	85.7%	85.9%	86.3%	86.4%
净资产收益率ROE%	26.0%	28.4%	30.9%	33.6%	35.3%
EPS(摊薄)(元)	4.08	5.40	6.86	8.58	10.47
市盈率 P/E(倍)	55.43	46.97	30.91	24.73	20.26
市净率 P/B(倍)	14.43	13.33	9.56	8.31	7.15

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年10月14日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	19,890	26,575	31,469	38,518	47,150	
货币资金	11,625	13,513	16,724	22,152	28,705	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	2	2	1	2	2	
预付账款	75	178	181	213	254	
存货	4,696	7,278	8,916	10,491	12,512	
其他	3,493	5,605	5,646	5,661	5,678	
非流动资产	15,120	16,636	17,726	17,671	17,571	
长期股权投资	2,478	2,627	2,857	3,007	3,157	
固定资产	6,887	8,089	9,089	9,059	8,989	
无形资产	2,657	2,606	2,666	2,691	2,711	
其他	3,098	3,314	3,114	2,914	2,714	
资产总计	35,009	43,212	49,195	56,189	64,721	
流动负债	7,748	10,947	12,339	14,438	16,898	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	121	0	0	0	0	
应付账款	2,604	2,420	2,774	3,031	3,336	
其他	5,022	8,527	9,565	11,408	13,562	
非流动负债	4,080	4,128	4,128	4,128	4,128	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	4,080	4,128	4,128	4,128	4,128	
负债合计	11,827	15,075	16,466	18,566	21,026	
少数股东权益	107	97	67	29	-17	
归属母公司股东权益	23,075	28,040	32,662	37,594	43,713	
负债和股东权益	35,009	43,212	49,195	56,189	64,721	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	16,653	20,642	25,625	31,011	37,195
同比 (%)	5.3%	24.0%	24.1%	21.0%	19.9%
归属母公司净利润	6,006	7,956	10,105	12,632	15,418
同比 (%)	29.4%	32.5%	27.0%	25.0%	22.1%
毛利率 (%)	83.0%	85.7%	85.9%	86.3%	86.4%
ROE%	26.0%	28.4%	30.9%	33.6%	35.3%
EPS (摊薄)(元)	4.08	5.40	6.86	8.58	10.47
P/E	55.43	46.97	30.91	24.73	20.26
P/B	14.43	13.33	9.56	8.31	7.15
EV/EBITDA	41.01	34.21	22.28	17.67	14.27

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	16,653	20,642	25,625	31,011	37,195	
营业成本	2,823	2,952	3,616	4,255	5,074	
营业税金及附加	2,224	2,865	3,331	3,876	4,649	
销售费用	3,091	3,599	4,356	5,117	5,951	
管理费用	844	1,056	1,281	1,520	1,785	
研发费用	86	138	154	186	223	
财务费用	-132	-217	-254	-384	-563	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	201	202	256	310	372	
其他	41	139	51	62	74	
营业利润	7,959	10,590	13,448	16,813	20,521	
营业外收支	-20	-39	-15	-20	-25	
利润总额	7,939	10,551	13,433	16,793	20,496	
所得税	1,981	2,614	3,358	4,198	5,124	
净利润	5,959	7,937	10,075	12,595	15,372	
少数股东损益	-47	-18	-30	-38	-46	
归属母公司净利润	6,006	7,956	10,105	12,632	15,418	
EBITDA	7,894	10,597	13,456	16,662	20,162	
EPS (当年)(元)	4.08	5.40	6.86	8.58	10.47	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,916	7,699	10,312	13,587	16,256
净利润	5,959	7,937	10,075	12,595	15,372
折旧摊销	309	565	570	605	650
财务费用	68	128	200	200	200
投资损失	-201	-202	-256	-310	-372
营运资金变动	-1,164	-384	-291	478	381
其它	-53	-345	15	20	25
投资活动现金流	-2,174	-2,678	-1,419	-260	-203
资本支出	-2,123	-1,976	-1,445	-420	-425
长期投资	-80	-741	-230	-150	-150
其他	29	38	256	310	372
筹资活动现金流	-917	-3,183	-5,683	-7,900	-9,500
吸收投资	10	8	7	0	0
借款	1,494	0	0	0	0
支付利息或股息	-2,421	-3,169	-6,350	-7,900	-9,500
现金流净增加额	1,816	1,834	3,211	5,427	6,553

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡浩颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。