

泸州老窖 (000568.SZ)

三季度业绩略超预期，盈利能力持续提升

核心观点:

- **三季度业绩略超预期，盈利能力持续提升。**公司发布 2022 年前三季度业绩预告，预计 2022 年前三季度实现归母净利润 80.52 亿元到 82.57 亿元，同比增长 28.32%到 31.58%；扣非归母净利润 79.99 亿元到 82.06 亿元，同比增长 27.43%到 30.73%。其中单三季度预计实现归母净利润 25.21 亿元到 27.25 亿元，同比增长 23.00%到 33.00%；扣非归母净利润 25.03 亿元到 27.09 亿元，同比增长 21.00%到 31.00%。若以扣非归母净利润增速的中位数 26.00%来预估，公司单三季度利润略超预期，预计因为：(1) 直接提价对盈利能力的正向贡献，公司高端产品国窖 1573 于 21 年底提价，中档产品特曲、窖龄等 19-21 年控量提价；(2) 公司贯彻精细化管理的发展方针，费用率持续优化。
- **双轮驱动已然成型，股权激励目标有望顺利达成。**国窖 1573 品牌力逐年攀升，团队激励到位，预计年内国窖 1573 量价齐升，低度国窖增速快于高度国窖。老窖品牌经过两年多的调整，老字号特曲已经迈进次高端的门槛，年内加速放量，尤其是特曲 60 产品贡献明显。21 年 9 月公司出台股票激励计划，要求公司 22 年净利润增长率相较 19 年不低于对标企业（同行业的 21 家公司）75 分位值，同时成本费用占营收比例不高于 65%，我们预计该目标有望顺利达成。
- **盈利预测与投资建议。**预计 22-24 年公司收入分别为 256.01/309.72/366.01 亿元，同比增长 24.02%/20.98%/18.17%，归母净利润分别为 102.29/128.48/154.29 亿元，同比增长 28.58%/25.60%/20.09%，EPS 分别为 6.95/8.73/10.48 元/股，按最新收盘价对应 PE 为 30/24/20 倍。参考可比公司估值，给予公司 23 年 30 倍 PE 估值，合理价值为 261.85 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。

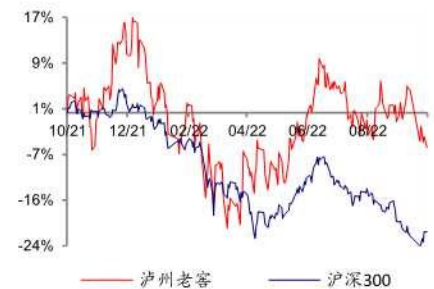
盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	16,653	20,642	25,601	30,972	36,601
增长率 (%)	5.28	23.96	24.02	20.98	18.17
EBITDA (百万元)	7,926	10,730	13,705	16,977	20,364
归母净利润 (百万元)	6,006	7,956	10,229	12,848	15,429
增长率 (%)	29.38	32.47	28.58	25.60	20.09
EPS (元/股)	4.10	5.43	6.95	8.73	10.48
市盈率 (P/E)	55.16	46.74	29.91	23.82	19.83
ROE (%)	26.03	28.37	30.54	27.72	24.98
EV/EBITDA	40.84	33.78	20.82	16.56	12.68

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	207.87 元
合理价值	261.85 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-17

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：邓周贵
SAC 执证号：S0260522040002
021-38003565
dengzhougui@gf.com.cn

请注意，邓周贵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 2022-08-29
入利润超预期，回款表现良好

泸州老窖 (000568.SZ) :收 2022-04-29
入利润超预期，盈利能力持续提升

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

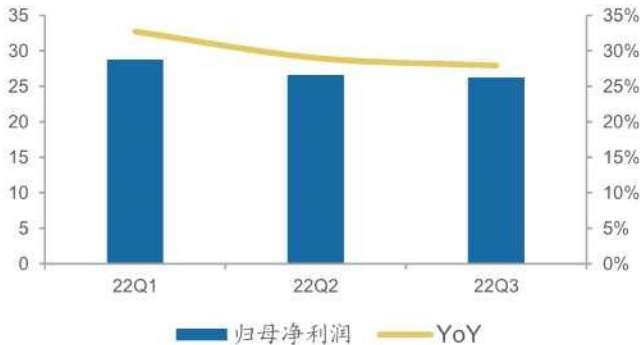
联系人：张子健
zhangzijian@gf.com.cn

公司发布2022年前三季度业绩预告，公司预计2022年前三季度实现归母净利润80.52亿元到82.57亿元，同比增长28.32%到31.58%；扣除非经常性损益的归母净利润79.99亿元到82.06亿元，同比增长27.43%到30.73%。利润略超预期，点评如下：

一、三季度业绩略超预期，盈利能力持续提升

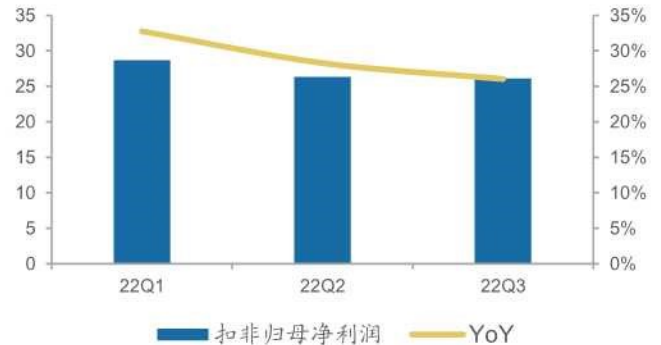
公司发布2022年前三季度业绩预告，公司预计2022年前三季度实现归母净利润80.52亿元到82.57亿元，同比增长28.32%到31.58%；扣除非经常性损益的归母净利润79.99亿元到82.06亿元，同比增长27.43%到30.73%。其中单三季度公司预计实现归母净利润25.21亿元到27.25亿元，同比增长23.00%到33.00%；扣除非经常性损益的归母净利润25.03亿元到27.09亿元，同比增长21.00%到31.00%。若以扣非归母净利润增速的中位数26.00%来预估，公司单三季度利润略超预期，预计主要因为：（1）直接提价对盈利能力的正向贡献，公司高端产品国窖1573于21年底提价，中档产品特曲、窖龄等19-21年控量提价，22年开始放量，低档产品22年继续调结构拔价格，直接提价的贡献超过了结构弱化对毛利的影响；（2）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，由过去的渠道驱动进一步向品牌驱动看齐，费用率优化的逻辑继续兑现。

图 1：归母净利润维持高增长



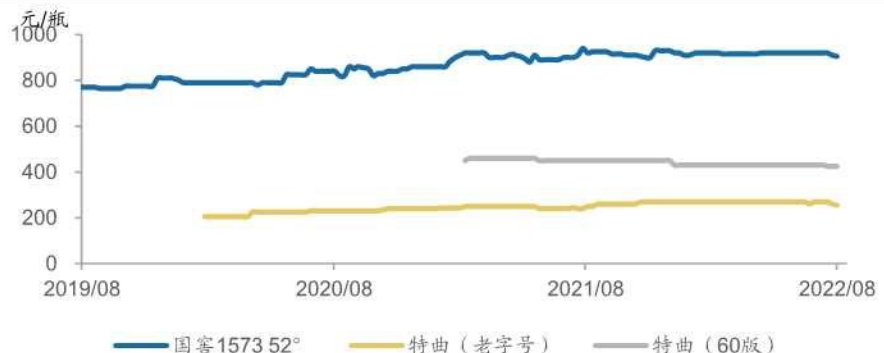
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心
注：22Q3 利润和增速采用公司披露数据的中位数来计算

图 2：扣非归母净利润维持高增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心
注：22Q3 扣非利润和增速采用公司披露数据的中位数来计算

图3：国窖1573批价基本稳定在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、双轮驱动已然成型，股权激励目标有望顺利达成

国窖1573品牌力逐年提升，老窖调整后势能释放。分产品来看，我们预计22Q3国窖1573收入仍保持双位数以上增长，其中低度国窖收入增速高于高度国窖；特曲22继续提速，预计特曲收入增速超过30%，尤其是特曲60版增长更快；窖龄预计表现较为平稳。国窖专营公司机制灵活、渠道管控水平高于竞品，伴随着品牌力的提升，消费者培育工作不断强化，预计未来继续保持强劲的增长势头。老字号特曲经过2年多的控量挺价，价格已经迈进次高端的门槛，受益于次高端行业扩容预计老字号特曲和特曲60均会实现较快的增长。国窖、老窖双轮驱动下，公司增长趋势有望维持。21年9月公司出台《泸州老窖股份有限公司2021年限制性股票激励计划（草案）》，要求公司2022年净利润增长率相较于2019年不低于对标企业（同行业的21家公司）75分位值，同时2022年成本费用占营业收入比例不高于65%。我们认为该激励方案彰显了地方政府支持公司做大做强的决心，将持续激发新任管理团队的干事创业积极性，预计国窖今年将继续保持强劲增长势头，股权激励目标有望顺利达成。

表1：泸州老窖解除限售业绩考核目标

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	2021年净资产收益率不低于22%，且不低于对标企业75分位值；相较于2019年，2021年净利润增长率不低于对标企业75分位值；2021年成本费用占营业收入比例不高于65%。
第二个解除限售期	2022年净资产收益率不低于22%，且不低于对标企业75分位值；相较于2019年，2022年净利润增长率不低于对标企业75分位值；2022年成本费用占营业收入比例不高于65%。
第三个解除限售期	2023年净资产收益率不低于22%，且不低于对标企业75分位值；相较于2019年，2023年净利润增长率不低于对标企业75分位值；2023年成本费用占营业收入比例不高于65%。

数据来源：《泸州老窖股份有限公司2021年限制性股票激励计划（草案）》，广发证券发展研究中心，注：净资产收益率指归属上市公司股东的扣除非经常性损益的后的加权平均净资产收益率。净利润指归属上市公司股东的扣除非经常性损益的后的净利润。对标企业ROE大于35%或者小于-35%，或各考核年度净利润较上一年度增长率大于50%或者小于-50%，在计算各单项指标时董事会可根据股东大会授权剔除或更换相关指标项下的对标企业

三、盈利预测

我们预计22-24年公司收入分别为256.01/309.72/366.01亿元，同比增长24.02%/20.98%/18.17%，归母净利润分别为102.29/128.48/154.29亿元，同比增长28.58%/25.60%/20.09%，EPS分别为6.95/8.73/10.48元/股，按最新收盘价对应PE为30/24/20倍。参考可比公司估值以及公司业绩增长情况，给予公司23年30倍PE估值，合理价值为261.85元/股，维持买入评级。

表2：可比公司估值对比（截至2022年10月17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	1718.50	49.71	58.98	69.32	35	29	25
五粮液	000858.SZ	157.65	6.82	7.92	9.10	23	20	17
平均值	/	/	-	-	-	29	25	21

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：盈利预测来源于广发证券食品饮料组

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。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19,890	26,575	37,081	45,028	67,462
货币资金	11,625	13,513	24,782	29,001	51,845
应收及预付	76	180	197	220	251
存货	4,696	7,278	5,219	7,782	5,905
其他流动资产	3,493	5,605	6,883	8,026	9,461
非流动资产	15,120	16,636	18,429	20,102	21,658
长期股权投资	2,478	2,627	2,820	3,004	3,178
固定资产	6,887	8,089	8,477	8,814	9,101
在建工程	2,012	1,260	1,260	1,260	1,260
无形资产	2,657	2,606	3,819	4,971	6,065
其他长期资产	1,085	2,054	2,054	2,054	2,054
资产总计	35,009	43,212	55,511	65,131	89,120
流动负债	7,748	10,947	17,817	14,609	23,161
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,726	2,420	9,588	4,288	11,769
其他流动负债	5,022	8,527	8,229	10,321	11,391
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	21,945	18,736	27,288
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
资本公积	3,723	3,755	3,755	3,755	3,755
留存收益	17,701	22,653	28,108	40,955	56,385
归属母公司股东权益	23,075	28,040	33,495	46,343	61,773
少数股东权益	107	97	70	51	59
负债和股东权益	35,009	43,212	55,511	65,131	89,120

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,653	20,642	25,601	30,972	36,601
营业成本	2,823	2,952	3,213	3,600	4,106
营业税金及附加	2,224	2,865	3,840	4,584	5,307
销售费用	3,091	3,599	4,147	4,956	5,783
管理费用	844	1,056	1,229	1,425	1,647
研发费用	86	138	133	155	176
财务费用	-132	-217	-270	-496	-580
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	256	310	366
营业利润	7,959	10,590	13,603	17,105	20,583
营业外收支	-20	-39	0	0	0
利润总额	7,939	10,551	13,603	17,105	20,583
所得税	1,981	2,614	3,401	4,276	5,146
净利润	5,959	7,937	10,202	12,829	15,437
少数股东损益	-47	-18	-27	-19	8
归属母公司净利润	6,006	7,956	10,229	12,848	15,429
EBITDA	7,926	10,730	13,705	16,977	20,364
EPS (元)	4.10	5.43	6.95	8.73	10.48

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,916	7,699	18,208	6,259	24,760
净利润	5,959	7,937	10,202	12,829	15,437
折旧摊销	309	565	628	678	727
营运资金变动	-1,164	-384	7,634	-6,937	8,962
其它	-187	-419	-256	-310	-366
投资活动现金流	-2,174	-2,678	-2,165	-2,041	-1,917
资本支出	-2,123	-1,976	-2,228	-2,167	-2,108
投资变动	-80	-741	-193	-184	-174
其他	29	38	256	310	366
筹资活动现金流	-917	-3,183	-4,774	0	0
银行借款	1,494	0	0	0	0
股权融资	10	8	0	0	0
其他	-2,421	-3,191	-4,774	0	0
现金净增加额	1,816	1,834	11,269	4,219	22,844
期初现金余额	9,752	11,568	13,403	24,671	28,890
期末现金余额	11,568	13,403	24,671	28,890	51,734

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	5.28%	23.96%	24.02%	20.98%	18.17%
营业利润增长	30.07%	33.06%	28.45%	25.74%	20.33%
归母净利润增长	29.38%	32.47%	28.58%	25.60%	20.09%
获利能力					
毛利率	83.05%	85.70%	87.45%	88.38%	88.78%
净利率	35.78%	38.45%	39.85%	41.42%	42.18%
ROE	26.03%	28.37%	30.54%	27.72%	24.98%
	20.99%	23.71%	26.03%	24.20%	22.33%
偿债能力					
资产负债率	33.78%	34.89%	39.53%	28.77%	30.62%
净负债比率	51.02%	53.57%	65.38%	40.39%	44.13%
流动比率	2.57	2.43	2.08	3.08	2.91
速动比率	1.93	1.74	1.77	2.53	2.64
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.48	0.46	0.48	0.41
应收账款周转率	11,044.0	12,677.59	13,244.01	13,081.29	12,603.21
存货周转率	3.55	2.84	4.91	3.98	6.20
每股指标 (元)					
每股收益	4.10	5.43	6.95	8.73	10.48
每股经营现金流	3	5	12	4	17
每股净资产	15.75	19.14	22.87	31.64	42.17
估值比率					
P/E	55.16	46.74	29.91	23.82	19.83
P/B	14.36	13.26	9.09	6.57	4.93
EV/EBITDA	40.84	33.78	20.82	16.56	12.68

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。
邓周贵：资深分析师，统计学硕士，2022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。
田荣振：高级分析师，管理学硕士，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。
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。
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。
廖承帅：研究员，工程学硕士，2022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因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。