

**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): 全线

出击, 势能延续 2022.10.16

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

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

# 费效比提升, 盈利持续增强

2022年10月28日

**事件:** 公司公告, 2022年前三季度实现营业收入 175.25 亿元, 同比增长 24.2%; 归母净利润 82.17 亿元, 同比增长 30.94%。

- **利润已超 2021 年全年, 增长势头持续。** 22Q3, 公司营收 58.6 亿元, 同比增长 22.28%, 延续了上半年的增长趋势, 其中国窖 1573 稳健增长, 特曲增速超过 40%, 窖龄增速有所提升, 头曲改革初见成效, 泸州老窖 1952 及黑盖产品仍在市场培育期。22Q3, 归母净利润 26.85 亿元, 同比增长 31.05%, 落于此前预告 (+23%-33%) 的区域上沿。前三季度, 公司销售回款 203.69 亿元, 同比增长 33.56%, 其中 22Q3 回款 52.83 亿元, 同比增长 20.12%。截至期末, 公司合同负债为 19 亿元, 环比减少 4.3 亿元。
- **费效比提升显著, 盈利持续增强。** 22Q3, 公司毛利率同比+0.98pct 至 88.49%, 主要系中高档产品引领增长, 结构不断优化; 营业税金及附加占比同比-2.17pct 至 9.17%; 销售费用率同比-2.1pct 至 13.62%, 随着数字化系统建设, 费用投入更加精准, 费效比持续提升; 管理费用率同比-0.32pct 至 4.92%; 由此使得归母净利率同比+3.06pct 至 45.82%, 今年以来的盈利能力持续增强。
- **坚定双品牌运作, 低度化趋势不改。** 在国窖实现全国化布局的基础上, 公司希望进一步通过特曲实现泸州老窖品牌复兴, 回归名酒地位, 老字号特曲实现价量齐升, 特曲 60 版在成都、重庆、泸州率先进行全渠道试点, 华东、华北已逐步形成亿元级, 特曲红 60 加码宴席渠道, 整体市场推进较顺利。国窖低度化趋势仍在延续, 凭借技术质量上的优势, 公司有望顺应消费者需求变化, 进一步实现中低度全国化布局及推广, 提供营收增量。
- **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 **6.87 元、8.59 元、10.48 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	10,108	12,639	15,425
增长率 YoY%	29.4%	32.5%	27.1%	25.0%	22.0%
毛利率%	83.0%	85.7%	85.9%	86.3%	86.4%
净资产收益率ROE%	26.0%	28.4%	30.7%	33.4%	35.0%
EPS(摊薄)(元)	4.08	5.40	6.87	8.59	10.48
市盈率 P/E(倍)	55.43	46.97	23.20	18.55	15.20
市净率 P/B(倍)	14.43	13.33	7.12	6.19	5.33

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	19,890	26,575	31,757	38,813	47,452	
货币资金	11,625	13,513	17,013	22,447	29,007	
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	
<b>非流动资产</b>	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	
<b>资产总计</b>	35,009	43,212	49,484	56,485	65,023	
<b>流动负债</b>	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	
<b>非流动负债</b>	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	
<b>负债合计</b>	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	32,951	37,890	44,015	
<b>负债和股东权益</b>	35,009	43,212	49,484	56,485	65,023	

**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	10,108	12,639	15,425
同比 (%)	29.4%	32.5%	27.1%	25.0%	22.0%
毛利率 (%)	83.0%	85.7%	85.9%	86.3%	86.4%
ROE%	26.0%	28.4%	30.7%	33.4%	35.0%
EPS (摊薄)(元)	4.08	5.40	6.87	8.59	10.48
P/E	55.43	46.97	23.20	18.55	15.20
P/B	14.43	13.33	7.12	6.19	5.33
EV/EBITDA	41.01	34.21	16.47	12.97	10.40

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	16,653	20,642	25,625	31,011	37,195	
营业成本	2,823	2,952	3,616	4,255	5,074	
<b>营业税金及附加</b>	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	-258	-392	-572	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	201	202	256	310	372	
其他	41	139	51	62	74	
<b>营业利润</b>	7,959	10,590	13,452	16,822	20,530	
营业外收支	-20	-39	-15	-20	-25	
<b>利润总额</b>	7,939	10,551	13,437	16,802	20,505	
所得税	1,981	2,614	3,359	4,200	5,126	
<b>净利润</b>	5,959	7,937	10,078	12,601	15,379	
少数股东损益	-47	-18	-30	-38	-46	
<b>归属母公司净利润</b>	6,006	7,956	10,108	12,639	15,425	
EBITDA	7,894	10,597	13,456	16,662	20,162	
EPS (当年)(元)	4.08	5.40	6.87	8.59	10.48	

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	4,916	7,699	10,315	13,593	16,263
净利润	5,959	7,937	10,078	12,601	15,379
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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-917	-3,183	-5,397	-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
<b>现金流净增加额</b>	1,816	1,834	3,499	5,434	6,560

## 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	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	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。