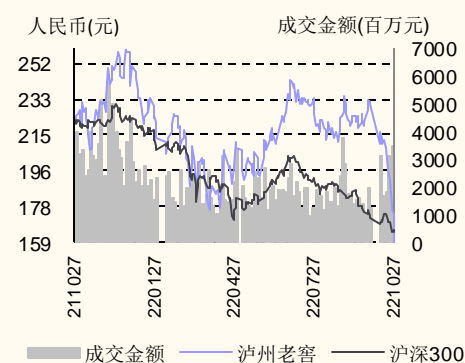


市场价格 (人民币): 159.30 元

稳步控费提结构, 利润超预期兑现

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)	2,344.83
年内股价最高最低(元)	259.12/159.30
沪深 300 指数	3631
深证成指	10750



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	25,475	31,263	37,469
营业收入增长率	5.3%	24.0%	23.4%	22.7%	19.8%
归母净利润(百万元)	6,006	7,956	10,168	12,670	15,337
归母净利润增长率	29.4%	32.5%	27.8%	24.6%	21.0%
摊薄每股收益(元)	4.10	5.43	6.91	8.61	10.42
每股经营性现金流净额	3.36	5.26	7.44	9.02	10.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.0%	28.4%	30.6%	32.5%	33.5%
P/E	55.16	46.74	23.06	18.51	15.29
P/B	14.36	13.26	7.05	6.02	5.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10月27日, 公司发布22年三季报。前三季度实现营收175.2亿元, 同比+24.2%; 实现归母净利82.2亿元, 同比+30.9%。其中单三季度实现营收58.6亿元, 同比+22.3%; 实现归母净利26.9亿元, 同比+31.0%。

经营分析

- 利润落于偏上区间, 业绩释放的保留手段仍充足。公司单三季度利润增速31%, 位于此前披露23%~33%区间内的上沿。三季度回测看, 国窖低价货基本厘清, 结合高度控量保价下批价在910-920元, 低度在华北、华东等势能不减(在杭州、上海等高度市场也已形成千万以上低度规模)。川内基地市场在中秋附近受管控扰动影响, 但国庆恢复态势较好(中秋宴席占比有限), 且国庆前基本已完成旺季发货。目前高度批价905元左右, 环比略有提升, 进度85%+, 库存在1.5-2个月, 开门红压力有限。
- 从盈利能力看, 单Q3归母净利率为45.8%, 同比+3.1pct。其中, 产品结构优化&当年国窖价增贡献毛利率同比+1.0pct; 销售费用率同比-2.1pct(前三季度同比-2.2pct); 营业税金及附加占比-2.2pct(前三季度同比-1.9pct)。从表观兑现质量看, 截至22Q3末, 公司合同负债规模为19.0亿元(环比-4.3亿元, 同比基本持平), 应收款项融资规模为25.8亿元(环比+9.09亿元); 单Q3销售收现规模52.8亿元, 同比+20.1%。
- 公司在高端酒赛道中实现了稳健且较为快速的成长性, 背后是产品架构体系完善后的红利(特曲挺价培育后放量, 低度国窖态势向好, 黑盖明年起或开始放量, 头曲仍在品牌收缩), 及渠道架构模式的先进性(销售公司模式的灵活性占优, 终端细粒度培育扎实推进)。此外, 公司近期主抓费用有效性管控, 精准投放、精准营销, 成果逐步在表观兑现。股权激励保障下, 公司今年业绩具备较强的确定性, 目前估值处于3年内15%分位左右。

投资建议

- 我们预计公司22-24年归母净利增速分别为27.8%/24.6%/21.0%, 对应归母净利102/127/153亿元; EPS为6.91/8.61/10.42元, 对应PE分别为23.1/18.5/15.3X, 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

- 《业绩稳中向好, 逆势中坚若磐石-泸州老窖22Q3业绩预告点评》, 2022.10.16
- 《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
主营业务收入	15,817	16,653	20,642	25,475	31,263	37,469	货币资金	9,754	11,625	13,513	18,251	23,092	29,239
增长率		5.3%	24.0%	23.4%	22.7%	19.8%	应收款项	2,572	3,338	4,788	4,943	5,754	6,521
主营业务成本	-3,065	-2,823	-2,952	-3,529	-4,213	-4,996	存货	3,641	4,696	7,278	7,252	8,714	10,402
%销售收入	19.4%	17.0%	14.3%	13.9%	13.5%	13.3%	其他流动资产	347	231	996	1,269	1,608	1,963
毛利	12,752	13,829	17,690	21,946	27,050	32,473	流动资产	16,314	19,890	26,575	31,714	39,168	48,125
%销售收入	80.6%	83.0%	85.7%	86.1%	86.5%	86.7%	%总资产	56.4%	56.8%	61.5%	65.0%	68.8%	72.3%
营业税金及附加	-1,976	-2,224	-2,865	-3,312	-4,033	-4,796	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
销售费用	-4,186	-3,091	-3,599	-4,152	-5,065	-6,033	%总资产	30.3%	25.4%	21.6%	20.1%	18.0%	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
管理费用	-829	-844	-1,056	-1,248	-1,501	-1,761	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%	35.0%	31.2%	27.7%
研发费用	-72	-86	-138	-178	-222	-270	资产总计	28,920	35,009	43,212	48,754	56,923	66,552
%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
息税前利润 (EBIT)	5,689	7,585	10,032	13,055	16,230	19,614	应付款项	2,568	3,227	3,073	3,747	4,489	5,344
%销售收入	36.0%	45.5%	48.6%	51.2%	51.9%	52.3%	其他流动负债	4,220	4,448	7,788	7,560	9,297	11,176
财务费用	205	132	217	142	241	355	流动负债	6,787	7,748	10,947	11,306	13,785	16,520
%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
资产减值损失	-1	0	81	0	0	0	其他长期负债	2,578	4,080	4,128	4,123	4,123	4,125
公允价值变动收益	0	0	6	0	0	0	负债	9,365	11,827	15,075	15,430	17,908	20,645
投资收益	155	201	202	273	328	377	普通股股东权益	19,407	23,075	28,040	33,242	38,944	45,846
%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
营业利润	6,119	7,959	10,590	13,526	16,857	20,405	未分配利润	12,560	16,237	21,188	25,763	31,465	38,367
营业利润率	38.7%	47.8%	51.3%	53.1%	53.9%	54.5%	少数股东权益	148	107	97	82	71	61
营业外收支	-15	-20	-39	-30	-30	-30	负债股东权益合计	28,920	35,009	43,212	48,754	56,923	66,552
税前利润	6,104	7,939	10,551	13,496	16,827	20,375	比率分析						
利润率	38.6%	47.7%	51.1%	53.0%	53.8%	54.4%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-1,462	-1,981	-2,614	-3,343	-4,168	-5,047	每股指标						
所得税率	23.9%	24.9%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	每股收益	3.169	4.100	5.431	6.908	8.608	10.420
净利润	4,642	5,959	7,937	10,153	12,658	15,328	每股净资产	13.249	15.753	19.143	22.584	26.457	31.146
少数股东损益	0	-47	-18	-15	-12	-9	每股经营现金净流	3.305	3.356	5.256	7.435	9.022	10.884
归属于母公司的净利润	4,642	6,006	7,956	10,168	12,670	15,337	每股股利	1.590	2.050	3.240	3.800	4.735	5.732
净利率	29.3%	36.1%	38.5%	39.9%	40.5%	40.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	23.92%	26.03%	28.37%	30.59%	32.53%	33.45%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	16.05%	17.15%	18.41%	20.85%	22.26%	23.05%
净利润	4,642	5,959	7,937	10,153	12,658	15,328	投入资本收益率	19.57%	20.85%	23.38%	26.27%	28.34%	29.52%
少数股东损益	0	-47	-18	-15	-12	-9	增长率						
非现金支出	168	309	484	590	651	713	主营业务收入增长率	21.15%	5.28%	23.96%	23.41%	22.72%	19.85%
非经营收益	-280	-187	-338	-155	-219	-279	EBIT增长率	31.13%	33.33%	32.26%	30.14%	24.32%	20.85%
营运资金变动	311	-1,164	-384	354	186	255	净利润增长率	33.17%	29.38%	32.47%	27.81%	24.61%	21.05%
经营活动现金净流	4,842	4,916	7,699	10,942	13,276	16,017	总资产增长率	27.94%	21.06%	23.43%	12.83%	16.75%	16.92%
资本开支	-4,572	-2,123	-1,976	-792	-1,147	-1,150	资产管理能力						
投资	-8	-80	-741	-441	-458	-475	应收账款周转天数	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
其他	29	29	38	273	328	377	存货周转天数	409.1	538.9	740.1	750.0	755.0	760.0
投资活动现金净流	-4,551	-2,174	-2,678	-960	-1,277	-1,248	应付账款周转天数	188.2	289.1	310.6	312.2	314.2	316.2
股权募资	4	10	8	627	0	0	固定资产周转天数	35.1	151.0	143.0	120.8	102.4	88.1
债权募资	2,490	1,494	0	-86	0	0	偿债能力						
其他	-2,400	-2,421	-3,191	-5,774	-7,150	-8,616	净负债/股东权益	-37.14%	-32.63%	-36.05%	-45.84%	-52.38%	-58.63%
筹资活动现金净流	93	-917	-3,183	-5,234	-7,150	-8,616	EBIT利息保障倍数	-27.7	-57.3	-46.3	-91.9	-67.2	-55.2
现金净流量	386	1,816	1,834	4,748	4,849	6,153	资产负债率	32.38%	33.78%	34.89%	31.65%	31.46%	31.02%

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	1	32	96	107	217
增持	1	2	5	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.06	1.05	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。

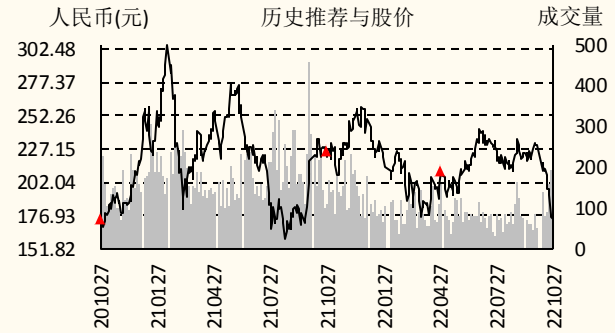
最终评分与平均投资建议对照：

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
8	2022-10-16	买入	212.22	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