

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

泸州老窖 (000568.SZ)

维持评级

报告原因：业绩快报点评

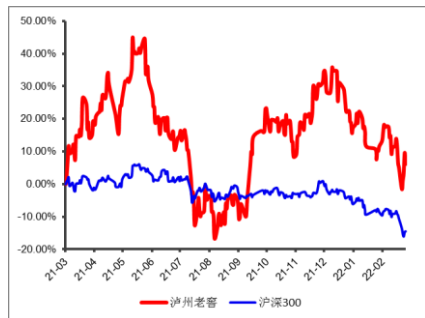
业绩符合预期，盈利能力不断提高

买入

2022年3月13日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2022年3月11日

收盘价(元)：205.60

年内最高/最低(元)：253.88/189.20

流通A股/总股本(亿)：14.65/14.72

流通A股市值(亿)：3011

总市值(亿)：3026

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益：4.10

每股净资产(元)：15.75

净资产收益率：28.27%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 公司发布业绩快报：2021年归属于母公司所有者的净利润78.49亿元，同比增长30.7%；营业收入203.84亿元，同比增长22.4%。

事件点评

- 业绩环比提速，符合市场预期。公司2021年公司实现营业收入203.84亿元，同比上涨22.4%，归母净利润78.49亿元，同比增长30.7%，主要在于营业收入增长及中高端产品占比持续提升，同时公司实施精细化管理，进一步降低费用率。其中单Q4营业收入62.74亿，同比增加24.1%；归母净利15.73亿，同比增加32.2%，环比加速。
- 产品体系竞争优势凸显。目前国窖1573已经站稳高端三甲，与作为肩部价格段重要力量的泸州老窖1952，共同成为引领第一曲线复兴的拳头产品；占位次高端的泸州老窖特曲、百年泸州老窖窖龄酒等腰部价位段产品，量价稳步提升；泸州老窖·黑盖等塔基产品也已全面完成品牌形象与价格的重塑；泸州老窖定制酒成为泸州老窖创新发展、个性化服务的最重要增长极之一。因此泸州老窖品系“金字塔”整体竞争优势凸显，助力持续增长。
- 股权激励显信心，公司经营活力提升。公司推出股权激励，覆盖范围广，且涵盖大批管理人员和技术骨干，激励力度大。根据目标指引预计2022-23年公司增速有望达到25%以上，将充分调动公司管理层动力。根据公司制定的“十四五”战略规划：“136”战略。其中“1”是指坚定重回中国白酒行业“前三”目标。因此，实施股权激励也助力公司完成十四五规划目标。

投资建议

- 短期看公司2021年业绩圆满收官。中长期内，受益于千元价格带扩容和茅台酒供不应求，国窖未来量价增长空间充足，同时中低档酒改革加速发展，助力公司持续增长。预计2021-2023年公司归母净利润为78.43亿、97.62亿、121.56亿，EPS分别为5.35元、6.66元、8.30元，对应当前股价，PE分别为38倍、31倍、25倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	19,890	24,134	35,305	49,335	营业收入	16,653	20,383	24,969	30,338
现金	11,625	13,516	21,519	30,907	营业成本	2,823	3,261	3,945	4,702
应收账款	127	188	210	256	营业税金及附加	2,224	2,558	3,084	3,656
其他应收款	126	171	193	239	销售费用	3,091	3,539	4,285	5,085
预付账款	75	28	(21)	(106)	管理费用	844	978	1,174	1,396
存货	4,696	3,553	3,891	4,213	财务费用	(132)	(189)	(263)	(393)
其他流动资产	3,242	6,678	9,513	13,826	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	15,120	14,170	13,531	12,376	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2,478	2,266	2,325	2,356	投资净收益	201	150	150	150
固定资产	6,886	6,450	6,013	5,577	营业利润	7,959	10,385	12,895	16,043
无形资产	2,657	2,480	2,315	2,160	营业外收入	33	30	30	30
其他非流动资产	3,099	2,974	2,878	2,282	营业外支出	53	30	30	30
资产总计	35,009	38,304	48,836	61,711	利润总额	7,939	10,385	12,895	16,043
流动负债	7,748	8,876	13,307	19,197	所得税	1,981	2,544	3,159	3,930
短期借款	0	0	0	0	净利润	5,959	7,841	9,736	12,112
应付账款	2,604	2,144	2,879	3,620	少数股东损益	(47)	(2)	(26)	(44)
其他流动负债	5,143	6,732	10,428	15,577	归属母公司净利润	6,006	7,843	9,762	12,156
非流动负债	4,080	2,256	2,997	3,150	EBITDA	8,180	10,810	13,234	16,240
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.08	5.35	6.66	8.30
其他非流动负债	4,080	2,256	2,997	3,150	主要财务比率				
负债合计	11,827	11,133	16,304	22,347	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	107	105	79	35	成长能力				
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	营业收入	5.28%	22.40%	22.50%	21.50%
资本公积	3,723	3,723	3,723	3,723	营业利润	30.07%	30.48%	24.16%	24.41%
留存收益	17,701	21,879	27,266	34,142	归属于母公司净利润	29.38%	30.59%	24.47%	24.53%
归属母公司股东权益	23,075	27,066	32,454	39,329	获利能力				
负债和股东权益	35,009	38,304	48,836	61,711	毛利率(%)	83.05%	84.00%	84.20%	84.50%
现金流量表					净利率(%)	36.06%	38.48%	39.10%	40.07%
单位:百万元					ROE(%)	25.70%	28.86%	29.93%	30.77%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC(%)	49.79%	50.46%	48.57%	62.87%
经营活动现金流	4,916	7,137	11,295	14,017	偿债能力				
净利润	5,959	7,843	9,762	12,156	资产负债率(%)	33.78%	29.06%	33.38%	36.21%
折旧摊销	309	613	601	590	净负债比率(%)	-20.49%	-21.16%	-38.64%	-44.49%
财务费用	68	(189)	(263)	(393)	流动比率	2.57	2.72	2.65	2.57
投资损失	(201)	(150)	(150)	(150)	速动比率	1.96	2.32	2.36	2.35
营运资金变动	159	(979)	1,371	1,858	营运能力				
其他经营现金流	(1,376)	(2)	(26)	(44)	总资产周转率	0.52	0.56	0.57	0.55
投资活动现金流	(2,174)	361	92	119	应收账款周转率	1681.96	2232.41	1469.89	1815.38
资本支出	0	0	0	0	应付账款周转率	7.45	8.59	9.94	9.34
长期投资	(247)	211	(58)	(31)	每股指标 (元)				
其他投资现金流	(1,928)	150	150	150					



筹资活动现金流	(917)	(5,354)	(3,384)	(4,748)	每股收益(最新摊薄)	4.08	5.35	6.66	8.30
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.34	4.85	7.68	9.52
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	15.68	18.39	22.05	26.73
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	50.4	38.4	30.8	24.8
其他筹资现金流	(917)	(5,354)	(3,384)	(4,748)	P/B	13.1	11.2	9.3	7.7
现金净增加额	1,825	2,144	8,003	9,388	EV/EBITDA	39.54	27.17	21.72	17.23

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

