

## 2022 年度泸州老窖股份有限公司信用评级报告

---

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员：陈光远 gychen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 8 月 3 日

## 声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 8 月 3 日至 2023 年 8 月 2 日。主体评级有效期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]2493M 号

## 泸州老窖股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。该信用评级结果有效期为 2022 年 8 月 3 日至 2023 年 8 月 2 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年八月三日

**评级观点：**中诚信国际评定泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了公司白酒产业资源优势、产能进一步优化升级、酒类产品结构进一步优化、经营业绩稳步发展及公司偿债能力极强等因素均对其未来发展起到了良好支撑。同时，中诚信国际也关注到中高端白酒市场竞争加剧、疫情反复使部分地区消费场景受限、餐饮和白酒需求受到影响，以及期间费用和分红规模较大等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

### 概况数据

泸州老窖（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	289.20	350.09	432.12	430.64
所有者权益合计（亿元）	195.55	231.82	281.37	310.75
总负债（亿元）	93.65	118.27	150.75	119.89
总债务（亿元）	24.91	41.81	40.77	40.60
营业总收入（亿元）	158.17	166.53	206.42	63.12
净利润（亿元）	46.42	59.59	79.37	28.91
EBIT（亿元）	62.43	81.29	107.46	--
EBITDA（亿元）	64.11	84.38	113.11	--
经营活动净现金流（亿元）	48.42	49.16	76.99	11.31
营业毛利率(%)	80.62	83.05	85.70	86.43
总资产收益率(%)	24.23	25.43	27.48	--
资产负债率(%)	32.38	33.78	34.89	27.84
总资本化比率(%)	11.30	15.28	12.66	11.56
总债务/EBITDA(X)	0.39	0.50	0.36	--
EBITDA 利息倍数(X)	45.92	31.76	52.02	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告和 2022 年一季度未经审计的财务报告整理；由于缺乏相关数据，部分指标无法计算。

### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：酒类(C090401\_2019\_01)

泸州老窖股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (15%)	EBITDA 利润率(%)*	48.67	10
	总资产收益率(%)*	25.71	10
财务政策及 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	12.66	10
	总债务/EBITDA(X)*	0.41	10
	(CFO-股利)/总债务(%)*	89.74	10
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	43.23	10
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	206.42	10
	产品结构多元化	10	10
运营实力 (25%)	品牌地位	10	10
	区域及渠道布局	10	10
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b>			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件及非酒类产业贡献等定性因素的考量，支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

\*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

### 正面

■ **白酒产业资源优势突出，产能进一步优化升级。**公司拥有我国建造最早、连续使用时间最长、保存最完整、窖口最多的老窖池群，储存的基酒价值极高，“国窖 1573”、“泸州老窖特曲”等产品具有突出的品牌影响力。2021 年，随着酿酒工程技改项目竣工投产，公司产能实现优化升级。

■ **产品结构进一步优化，经营业绩稳步提升。**近年来，公司经营业绩保持稳步增长态势，产品结构转型升级，行业排名靠前。2021 年公司营业总收入同比增长 23.96%；净利润同比增长 33.19%。

■ **偿债能力极强。**2021 年以来，公司债务规模较为稳定，且盈利和获现能力增强，货币资金规模保持增长，公司偿债能力极强。

### 关注

■ **中高档白酒市场竞争加剧，疫情反复使部分地区消费场景受限，餐饮和白酒需求受到影响。**2022 年以来，疫情反复造成部分地区消费场景受限，餐饮和白酒需求受到影响。中诚信国际将持续关注行业竞争及疫情反复对公司经营的影响。

■ **期间费用和分红规模较大。**公司期间费用规模处在较高水平，对利润有所侵蚀，近年来公司分红规模较大，对权益的累积产生一定影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，泸州老窖股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**市场需求超预期下行；出现严重的食品安全风险事件；经营业绩大幅下滑；债务规模大幅增加导致偿债能力下滑等。

**评级历史关键信息**

泸州老窖股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2022/5/18	孙抒、刘彦迪	<a href="#">中诚信国际酒类行业评级方法与模型 (C090401_2019_01)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	--	2016/10/28	李迪、余茜	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(白酒) CCXI_010801_2014_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2021年部分白酒企业指标对比					
公司名称	酒类产量(万吨)	资产总额(亿元)	资产负债率(%)	营业总收入(亿元)	净利润(亿元)
茅台集团	7.44	3,301.48	28.75	1,326.24	633.84
老窖集团	9.49	1,877.15	70.17	720.22	106.64
泸州老窖	9.49	432.12	34.89	206.42	79.37

注：“茅台集团”为“中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司”简称；“老窖集团”为“泸州老窖集团有限责任公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 评级对象概况

公司前身为泸州老窖酒厂，始建于 1950 年 3 月，1993 年由泸州老窖酒厂以其经营性资产独家发起以募集方式设立的股份有限公司，1994 年 5 月在深圳证券交易所挂牌交易，股票代码：SZ 000568。公司目前的主要业务为浓香型白酒的生产和销售。

**产权结构：**公司自上市以来，经多次股权变更，截至 2022 年 3 月末，公司实收资本为 14.72 亿元，其控股股东泸州老窖集团有限责任公司持股 25.90%，第二大股东泸州市兴泸投资集团有限公司持股 24.87%，前两大股东的实控人均均为泸州市国有资产监督管理委员会，国有资本持股比例较高，股权结构较为稳定。

**表 1：公司部分子公司**

部分子公司	简称
泸州老窖酿酒有限责任公司	酿酒公司
泸州老窖销售有限公司	销售公司
泸州老窖怀旧酒类营销有限公司	营销公司
泸州老窖优选供应链管理有限公司	供应链公司
泸州鼎力酒业有限公司	鼎力酒业公司

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑

较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险：**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策：**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组

合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 行业及区域经济环境

### 近年来大众消费逐步成为白酒消费的主要方式，人均可支配收入的提升和消费升级成为影响白酒销量的重要因素

白酒是我国特有的酒种。白酒按香型分类，可以分为浓香型（也称泸香型，以五粮液、泸州老窖和古井贡酒为代表）、酱香型（也称茅香，以茅台为代表）、清香型（也称汾香型，以汾酒为代表）的三大香型，还有兼香型（浓酱结合）、凤香型（西凤酒）等。三大香型白酒都以高粱为主要原料，麦曲为糖化发酵剂，经长时间发酵而成，最后用“甑”蒸馏而成原酒，原酒经过长时间储存老熟，经勾调后成为出厂的产品。目前，浓香型白酒约占全部白酒市场份额的70%。

2012年以来，受“勾兑门”及“塑化剂”等行业负面事件以及中央出台“八项规定”、限制“三公”消费等因素影响，高档白酒需求迅速下滑，行业进入调整期。目前白酒行业已进入平稳发展时期，根据中

国酒业协会数据，2021年全国白酒产量为715.63万千升，同比下降0.59%。

从需求结构来看，随着国家严控“三公”消费，政务商务白酒消费量大幅下降，个人消费需求占比不断提高，人均可支配收入和消费习惯成为影响白酒市场需求和价格变动的重要驱动因素。受益于我国居民收入水平的持续提升，加之白酒厂商加大高档系列产品布局，白酒消费结构不断调整升级，逐步完成由中低档向中高档产品消费的转换。同世界其他国家相比，目前我国人均烈酒年消费量约为4.34升，超过世界平均水平约3升左右，然而我国中低档白酒消费量占比较高，600元/升的白酒消费量占比仅为1.6%，200~600元/升的消费量占比2.4%，合计4%；相比德国、法国的高档伏特加酒消费量占比分别达到12.5%和9.4%，我国高档白酒市场仍有较大发展潜力，随着人均可支配收入的增长，市场有望进一步扩大。

长期以来，在国家发改委的产业目录中，白酒始终作为限制类产业，在生产经营许可、异地生产、产业拓展审批等方面予以严格限制，但自2020年1月1日起《产业结构调整指导目录(2019年本)》施行，第二类的“限制类”产业中去掉了白酒产业，这意味着白酒产业已不再是国家限制类产业，中诚信国际将对行业准入门槛放宽的后续影响保持关注。

### 近年来白酒行业品牌集中度不断提升，企业间业绩分化持续扩大，产品差异化竞争趋势明显，疫情对各白酒企业的影响程度有所不同

从白酒行业发展趋势来看，长期以来高档白酒价格对白酒市场定价具有引领作用。2016年以来，随着个人消费占比逐步提高，市场景气度回暖，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等先后调高其高档白酒销售价格，中高档白酒市场持续向好。根据中国酒业协会数据，2021年全国规模以上白酒企业实现销售收入6,033亿元，同比增长18.6%；实现利润总额1,702亿元，同比增长33%，同期全国上市白酒企业

实现营业收入3,055.5亿元，同比增长18%，销售回款金额达3,602.7亿元，同比增长27.2%，回款幅度的较大提升反映出酒企对渠道话语权的增强，同期受益于白酒行业的费用投放模式从渠道逐渐转向消费者，使多数酒企的销售和管理费用效率提升。

2021年以来，在经济增速回升和消费回暖的双重驱动下，我国白酒市场产品结构得到进一步升级，上市白酒企业盈利普遍增长，中高端白酒市场竞争加剧，行业集中度有所提高。市场份额方面，以贵州茅台、五粮液和泸州老窖为代表的少数兼具品牌、质量、历史文化底蕴的白酒生产企业占据了高档白酒70%左右的市场份额，高档酒销量占行业总销量的比重虽低，但贡献了整个行业约一半的利润。行业竞争方面，中档酒市场除贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河等品牌的中端产品外，还包括山西汾酒、古井贡酒、剑南春、水井坊等品牌产品，市场竞争较为激烈。低档酒市场则由于进入门槛较低，业内企业数量庞大，竞争十分激烈，并以地方性酒企为主，且由于电商等新渠道对传统市场的冲击，低档白酒市场竞争愈发激烈，部分企业或面临生存压力。

表 2：部分白酒上市公司收入及盈利情况（亿元、%）

2021年	营业总收入	同比增速	净利润	同比增速
贵州茅台	1,094.64	11.71	557.21	12.52
五粮液	662.09	15.51	245.07	17.19
洋河股份	253.50	20.14	75.13	0.37
泸州老窖	206.42	23.95	79.37	33.19
山西汾酒	199.71	42.75	53.90	72.98
古井贡酒	132.70	28.94	23.74	28.46

资料来源：中诚信国际整理

中诚信国际认为，随着大众白酒消费档次的逐步提高，白酒龙头企业的行业地位更加稳固，高档白酒较大的盈利空间促使众多白酒企业产品转型升级，吸引资源禀赋较好的企业乘势建厂扩能，行业集中度进一步上升。在高端白酒价格快速上涨以及消费升级驱动下，传统中高端酒企深耕市场，加之二线名酒产品升级向上突破，导致中高端白酒市

场竞争激烈。

## 业务运营

公司主营业务突出，白酒的销售收入为公司收入主要来源，近年来受产品结构转型升级影响，中高档酒收入占比逐年增长，对收入的贡献度持续上升。2022年一季度，公司实现营业收入63.12亿元，同比增长26.15%，销售回款74.98亿元，同比增长16.30%，主要受益于消费需求进一步释放，以及公司积极备战春季销售。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
中高档白酒	123.45	142.37	183.97
其他酒类	32.71	22.11	20.18
合计	156.16	164.48	204.15
占比	2019	2020	2021
中高档白酒	79.05	86.56	90.12
其他酒类	20.95	13.44	9.88
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司品牌、窖池、酿制技艺和库存基酒价值突出，市场认可度高；2021年以来，受益于产品结构转型升级，中高档酒收入贡献度持续上升

白酒企业的核心经营资源包括品牌、窖池、基酒储备以及人才资源。公司作为四川省大型名优白酒生产企业，泸州老窖商标价值很高，“泸州老窖特曲”是中国最古老的四大名酒之一，在白酒行业内有相当的知名度。老窖池是浓香型白酒企业的核心资源。早在2013年，泸州老窖1,619口百年以上酿酒窖池、16家明清酿酒作坊及三大藏酒洞，一并入选“全国重点文物保护单位”。此外，泸州老窖的酿制技艺具有悠久的历史，是川酒及浓香型白酒酿制方法的典型代表，“泸州老窖酒传统酿制技艺”已于2006年5月入选首批“国家级非物质文化遗产名录”。较强的品牌知名度、丰富的窖池资源以及传统的酿制技艺为公司生产提供了良好的保障。根据“华樽杯”第十三届中国酒类品牌价值评议组委会评测，公司2021年度的品牌价值为2,026.98亿元，位列全国酒企第五名。



生产方面，公司在坚持传统酿酒工艺的前提下，深入研究传统酿酒工艺科学原理的基础上大量探索，形成了制曲自动化等较为成熟的技术方案，并进行了一定规模的技改运用。2021年，随着黄舣酿酒生态园全面投产，公司已经形成“1+2+N”产能新格局，即：“1中心”，1573国宝窖池群；“2园区”，罗汉酿酒生态园和黄舣酿酒生态园；“N基地”，安宁科技园、三大藏酒洞、泸州酒业集中发展区等生产供应链基地。公司优质基酒产能占比提升将带动产能结构进一步优化和保障未来销售扩张。

基酒方面，受益于黄舣酿酒生态园新产能逐步释放，公司扩大基酒储备，截至2021年末，公司基酒产能为17万吨/年，基酒等半成品酒库存量大幅增加10.74万吨至38.57万吨。

销售结构方面，2021年公司坚持聚焦“双品牌、三品系、大单品”，品牌矩阵日益完善。“瓶储年份酒”首开行业真实年份酒先河，中国品味在全国核心城市快速布局，国窖1573稳居中国三大高端白酒阵营，泸州老窖1952、黑盖等战略新品上市。2021年，公司持续加大中高档产品的市场投放，促进产品结构转型升级，使得公司中高档酒类的产量、销量和库存量均有所上升，有力推动了收入增长，但同期受公司二曲类产品产销量大幅下降影响，公司白酒业务的整体产销量同比下降，库存量有所上升。

表4：近年来公司各产品的产销情况（万吨，亿元）

	2019	2020	2021
生产量	13.79	11.14	9.48
库存量	4.54	3.59	5.29
销售量	14.27	12.09	7.79
中高档白酒销售收入	123.45	142.37	183.97
低档白酒销售收入	32.71	22.11	20.18

注：高档酒为“国窖1573”及其以上价位段产品，中档酒主要为泸州老窖窖龄酒、泸州老窖特曲，低档酒为泸州老窖特曲以下产品。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售渠道方面，公司渠道包括传统渠道和新兴渠道。传统渠道为线下经销商授权模式；新兴渠道主要为线上销售运营，公司与电商平台等建立合作关系。公司以经销渠道为主，近年来公司清退不符

合公司条件的经销商，经销商数量有所下降，2021年公司国内经销商数量为1,783家，同比净减少264家。从销售区域来看，公司产品为全国品牌，在全国各地市场均有销售。

### 自产有机糯红高粱有助于保证原料供应的稳定性，且公司原材料成本控制力很强

近年来原材料成本占酒类业务总成本的比例均超过80%，其他成本包括水电耗费及人工成本等，占比较低。

粮食原料方面，公司率先建立了浓香型白酒第一家有机原粮基地，为行业内唯一一家通过有机认证的浓香型白酒企业。公司子公司泸州红高粱现代农业开发有限公司负责管理有机生态原粮种植基地，指导合作农户生产有机糯红高粱，全部自用且不对外销售，主要用于酿造“国窖1573”等高端产品。此外，其他生产原辅料均采用招标方式采购，由中标单位供应合格粮食。

包材方面则主要由公司下属包材采供中心统一进行采购。受限于运输半径，公司主要供应商位于泸州酒业集中发展区，采购较为便利，且公司根据生产计划用量和各类产品的采购周期向供应商直接下订单，同时设立安全库存储备制度。受环保政策趋严、纸类及石化产品价格上涨影响，包装材料采购价格呈上升态势，但公司议价能力很强，采购价格较为可控。

公司与供应商合作关系良好，原材料供应维持稳定。受人力成本上升以及产能扩大原料采购规模增长影响，2021年公司营业成本规模小幅上升，同期公司白酒业务前五大供应商采购金额为19.79亿元，占年度采购总额的比例为41.76%，集中度略有下降。

表5：近年来公司酒类营业成本构成情况（亿元、%）

项目	2019		2020		2021	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	26.18	85.42	23.63	87.17	25.02	86.71
人工工资	1.70	5.56	1.57	5.80	1.61	5.57
制造费用	2.77	9.02	1.91	7.03	2.23	7.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 战略规划及管理

### 公司战略目标和规划清晰；公司在建项目主要围绕白酒主业，投资规模尚可

公司为十四五期间制定了“136”战略，即：坚定1个发展目标：重回中国白酒行业“前三”目标；坚持3大发展原则：坚持品牌引领、品质立基、文化铸魂；建设“六位一体”泸州老窖：建设集品牌、品质、文化、创新、数智、和谐为一体的泸州老窖。2022年，公司制定了通过“七个聚焦”、“三项聚能”、

“三大聚力”以提升发展质量的具体措施，明确了通过提升品牌文化高度、品牌文化温度、品牌文化热度来增强文化赋能的方向，指明了通过加快销售规模突破、加快管理效能突破、加快贡献能力突破以实现加快跨越突破的目标。

在建项目方面，公司在建及拟建项目主要围绕白酒主业。截至2021年末，公司在建项目投资规模尚可，酿酒工程技改项目已竣工投产，现有在建项目剩余投资金额为16.02亿元，资金压力不大。

**表 6：截至 2021 年末公司主要在建工程项目情况（亿元、%）**

在建工程	起止年限	预算数	已投资金额	工程累计投入占预算比例
泸州老窖生产配套提升技改项目	2019.9~2022.2	8.89	5.63	64.20
智能化包装中心技改项目	2019.10~2022.2	15.78	3.02	19.57
合计	--	24.67	8.65	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司法人治理结构完善，生产安全和资金管理体系较为健全，2021 年末未发生食品安全、生产安全及环境保护事故

公司建立了规范的法人治理结构，设立了股东大会、董事会及监事会等议事规则和程序。截至2021年末，公司董事会由11名董事成员组成，其中包括4名独立董事和2名外部董事，2021年内公司副总经理江域会和伍勤离任，后由熊娉婷和李勇接任。公司设立监事会，设监事5人，其中职工代表2人，职工代表监事由职工代表大会民主选举产生。组织架构方面，公司下设党委工作部、总经理办公室、纪委办公室、监察办公室、法务风控中心等部门，治理结构较完善。

生产运营方面，公司具有独立完善的生产经营系统和自主决策能力。对于关联交易，公司严格履行了相关决策程序和信息披露义务，实行独立董事事前审查，关联董事（股东）回避制度。公司与控股股东及其控股子公司有日常关联交易发生，该部分日常关联交易属于合理配置资源的需要。

资金管理方面，公司采取设立结算中心与内部银行的双重管理模式进行统筹管理，子公司资金根

据每日留抵余额进行上划，且重要的业务采用联动拨付的方式，保证了资金高度归集至公司总部，受益于此公司资金归集率处于很高水平。公司子公司的融资须由公司总部进行直接管控，资金管理部负责公司总部和下属子公司的资金统筹管理。此外，公司设立共享财务部，由其进行资金的核算管理。

食品安全方面，公司制定了一系列质量管理办法，在原辅料采购、生产加工以及包装运输过程中执行严格的质量控制标准。2021年以来公司未发生食品安全事故。

安全生产方面，公司运用综合检查、专业检查、季节性检查、节假日检查、日常检查等多种方式开展公司级安全检查，及时消除各类安全风险隐患。2021年，公司保持了安全管理高质量水平，获评“国家安全生产标准化一级企业”，续评“四川省安全文化建设示范企业”，各类生产安全事故为零。

环境保护方面，公司高度重视环境保护和管理，共计投入4,600余万元开展环境保护工作，2021年发生环境污染事件0起，生态破坏事件0起，未发生重大环保问题。公司获评“国家级绿色工厂”，四川省“省级企业环境信用评价环保诚信企业”。

社会公益方面，公司积极服务社会发展，深入

参与各项社会公益事业。公司组织援助灾情，捐赠 3,000 万元用于支持河南省防汛救灾及灾区地方疫情防控工作，捐赠 2,000 万元用于支持泸州市泸县抗震救灾及灾后重建工作。

## 财务分析

以下分析基于经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年~2021 年财务报告及公司披露的未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。报告中所使用数据全部为期末数据。

### 盈利能力

**受益于产品结构升级，近年来公司毛利率呈上升态势，保持极强的盈利能力**

毛利率方面，受益于产品结构持续升级，2021 年公司营业毛利率进一步上升，盈利能力保持极强水平。但 2022 年 3 月以来，全国部分地区出现疫情散发造成餐饮消费受限，中诚信国际将持续关注疫情反复对公司业绩的影响。

表 7：近年来公司白酒业务毛利率情况(亿元、%)

毛利率	2019	2020	2021
中高档白酒	89.59	90.25	90.34
其他酒类	48.36	40.16	45.09
<b>营业毛利率</b>	<b>80.95</b>	<b>83.52</b>	<b>85.86</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司期间费用有所增长且规模较大，其中，当期销售费用上升主要系加大宣传和促销力度所致；管理费用上升主要系职工薪酬增长所致；受银行存款规模上升影响，利息收入增长，财务费用有所减少。受益于公司营业收入逐年上升，期间费用率呈下降态势。

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2021 年受益于产品结构进一步升级，公司经营性业务利润同比增长 32.93%，带动利润总额提高。受益于盈利水平的提升，2021 年公司 EBITDA 利润率及总资产收益率均有提升。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1-3
销售费用	41.86	30.91	35.99	6.73
管理费用	9.01	9.30	11.94	3.05
财务费用	-2.05	-1.32	-2.17	-0.52
期间费用合计	48.82	38.89	45.76	9.26
期间费用率(%)	30.86	23.35	22.17	14.67
经营性业务利润	59.38	77.49	103.01	38.78
投资收益	1.55	2.01	2.02	-0.05
利润总额	61.04	79.39	105.51	38.80
EBITDA 利润率(%)	40.53	50.67	54.79	--
总资产收益率(%)	24.23	25.43	27.48	--

注：管理费用包含研发费用

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 资产质量

**公司保持充足的流动性，受益于业务规模进一步扩张，总资产及总负债规模均有增长；财务杠杆水平处于较低水平**

2021 年，公司业务规模扩张带动总资产规模进一步上升，其中流动资产为公司资产的重要组成部分。2021 年，受益于良好的经营获现能力，公司货币资金充沛，加之受限货币资金规模很小，公司流动性充足。存货方面，随着酿酒工程技改项目竣工并全面投产，原酒产量大幅增加，叠加中高档成品酒因生产计划调整库存大幅增长影响，使存货规模大幅增长，但存货减值准备风险很低。随着销售规模的扩大，公司收取的银行承兑汇票相应增加，应收账款融资规模较快扩张。整体来看，公司资产流动性很好。2022 年以来，受益于销售回款情况较好以及应收票据贴现，货币资金有所增长，应收款项融资有所下降。

非流动资产方面，受酿酒工程技改项目转固影响，近年来固定资产和在建工程余额此消彼长；受追加对中旅泸州老窖文化旅游发展有限公司投资和华西证券股份有限公司投资收益累积的影响，2021 年公司长期股权投资规模有所增长。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	97.54	116.25	135.13	148.67

应收票据/应收款项融资 <sup>1</sup>	23.94	32.09	47.58	26.42
存货	36.41	46.96	72.78	79.51
<b>流动资产</b>	<b>163.14</b>	<b>198.90</b>	<b>265.75</b>	<b>266.11</b>
长期股权投资	22.31	24.78	26.27	25.97
固定资产	15.19	68.87	80.89	80.71
在建工程	72.57	20.12	12.60	12.87
<b>非流动资产</b>	<b>126.06</b>	<b>151.20</b>	<b>166.36</b>	<b>164.53</b>
<b>总资产</b>	<b>289.20</b>	<b>350.09</b>	<b>432.12</b>	<b>430.64</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来，公司负债规模增长较快。2021年，受酿酒技改工程项目竣工结算影响，应付材料设备及工程劳务款下降；受公司销售规模扩大影响，合同负债及应交税费均有所增长，2022年一季度末，受公司向经销商供货影响，合同负债有所下降。公司债务主要为已发行的两期公司债券，债务结构以长期为主，债务期限合理。

所有者权益方面，2021年，公司股权激励计划<sup>2</sup>落地，且于2022年一季度完成限制性股票授予登记，使当期末资本公积有所增加，受益于良好的盈利水平，利润不断累积使得公司所有者权益规模不断增长。分红方面，根据2021年度利润分配预案，公司拟派发现金分红总额47.74亿元，近年来公司分红规模较大，对权益的累积产生一定影响。

财务杠杆方面，2021年受业务规模扩大影响，资产负债率略有上升，同期受益于利润积累，总资本化比率下降；2022年以来，公司履约销售合同和缴纳税款，叠加股权激励计划的实施和盈利能力提升的影响，财务杠杆水平有所下降。

表 10：近年来公司债务及资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
应付账款	18.69	26.04	24.20	22.48
预收账款	22.44	0	0	0
合同负债	0	16.79	35.10	17.63
应交税费	16.33	20.46	31.73	19.97
其他应付款	6.99	5.02	6.52	11.83
应付债券	24.91	39.88	39.91	39.92
短期债务	0	1.94	0.86	0.69
长期债务	24.91	39.88	39.91	39.92
<b>总债务</b>	<b>24.91</b>	<b>41.81</b>	<b>40.77</b>	<b>40.60</b>
<b>总负债</b>	<b>93.65</b>	<b>118.27</b>	<b>150.75</b>	<b>119.89</b>

<sup>1</sup> 公司管理应收票据的业务模式既以收取合同现金流为目标又以出售该金融资产为目标，所以列报为应收款项融资。

<sup>2</sup> 2021年9月27日，公司发布限制性股票激励计划的公告，称拟授予

所有者权益	195.55	231.82	281.37	310.75
资产负债率	32.38	33.78	34.89	27.84
总资本化比率	11.30	15.28	12.66	11.56

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

### 2021年受益于业务规模增长，公司获现能力进一步增强；公司债务规模较为稳定，受益于盈利及获现能力的提升，偿债能力进一步增强

公司的白酒业务获现能力很强。2021年受益于业务规模增长，公司经营活动净现金流增幅较大；受在建项目投资支出与购买理财产品影响，投资活动净现金流流出规模增长；受公司分配股利、利润支付的现金较多，以及净融资规模下降影响，筹资活动现金流净流出规模大幅增加。2022年一季度，受税费清缴规模增长影响，公司经营活动净现金流小幅下降；固定资产投资支出规模较上年同期相当，投资活动净现金流较为稳定；受股权激励政策实施影响，筹资活动现金流入规模同比大幅上升。

偿债能力方面，2021年受益于公司盈利及获现能力提升且债务规模较为稳定，公司各项偿债指标较2020年均有所回升，货币资金对债务的覆盖能力极强，公司整体偿债能力极强。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	48.42	49.16	76.99	11.31
投资活动净现金流	-45.51	-21.74	-26.78	-4.07
筹资活动净现金流	0.93	-9.17	-31.83	5.82
货币资金/总债务	3.92	2.78	3.31	3.66
经营活动净现金流/利息支出	34.68	18.50	35.41	--
经营活动净现金流/总债务	1.94	1.18	1.89	1.11*
经调整的经营净现金流/总债务（%）	98.41	59.68	111.11	--
EBITDA 利息保障倍数	45.92	31.76	52.02	--
总债务/EBITDA	0.39	0.50	0.36	--

注：加“\*”指标已年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司无对外担保，受限资产规模很小，并拥有畅通

的限制性股票数量不超过 883.46 万股，约占公告时公司股本总额的 0.6031%，授予对象包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干人员，总人数不超过 521 人。

## 的融资渠道

截至 2022 年 3 月末，公司的银行授信总额为 54.6 亿元，尚未使用的授信余额为 51.5 亿元。公司为上市公司，具有直接融资渠道。截至 2022 年 3 月末，公司股东无股权质押。

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保，受限货币资金为 1.58 亿元，受限资产规模较小。

**重大诉讼事项：**公司在中国农业银行长沙迎新支行、中国工商银行南阳中州支行等三处储蓄存款 5 亿元涉及合同纠纷。截至 2021 年 12 月 31 日，公司三处储蓄合同纠纷相关款项累计已收回 3.68 亿元，2021 年期间转回坏账准备金额 0.8 亿元，对涉及合同纠纷的储蓄存款截止本期末累计计提 1.2 亿元坏账准备。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料。截至 2022 年 5 月 10 日，公司无未结清不良贷款信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约的记录。

## 外部支持

**公司为控股股东核心产业运营主体，并对当地的经济发展提供支撑，经营发展受到股东及实际控制人的大力支持，对股东重要性很强**

公司是控股股东老窖集团下属主要子公司，2021 年公司收入占老窖集团的 28.66%，净利润占老窖集团的 74.43%，对股东重要性很强，老窖集团对公司支持意愿极强。公司综合实力位列泸州市前列，是当地主要纳税企业之一，为区域经济和产业发展提供了有力支持。

## 评级结论

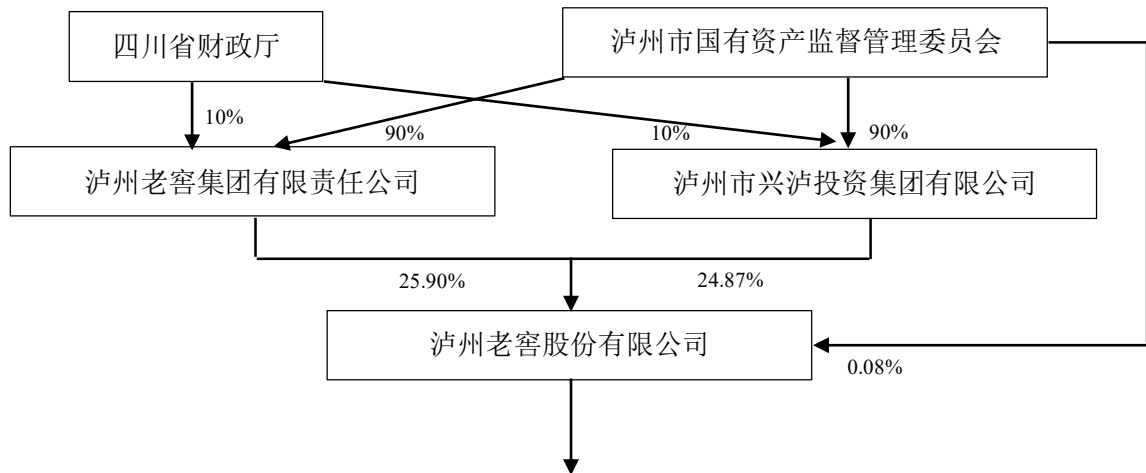
综上所述，中诚信国际评定泸州老窖股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

## 中诚信国际关于泸州老窖股份有限公司的跟踪评级安排

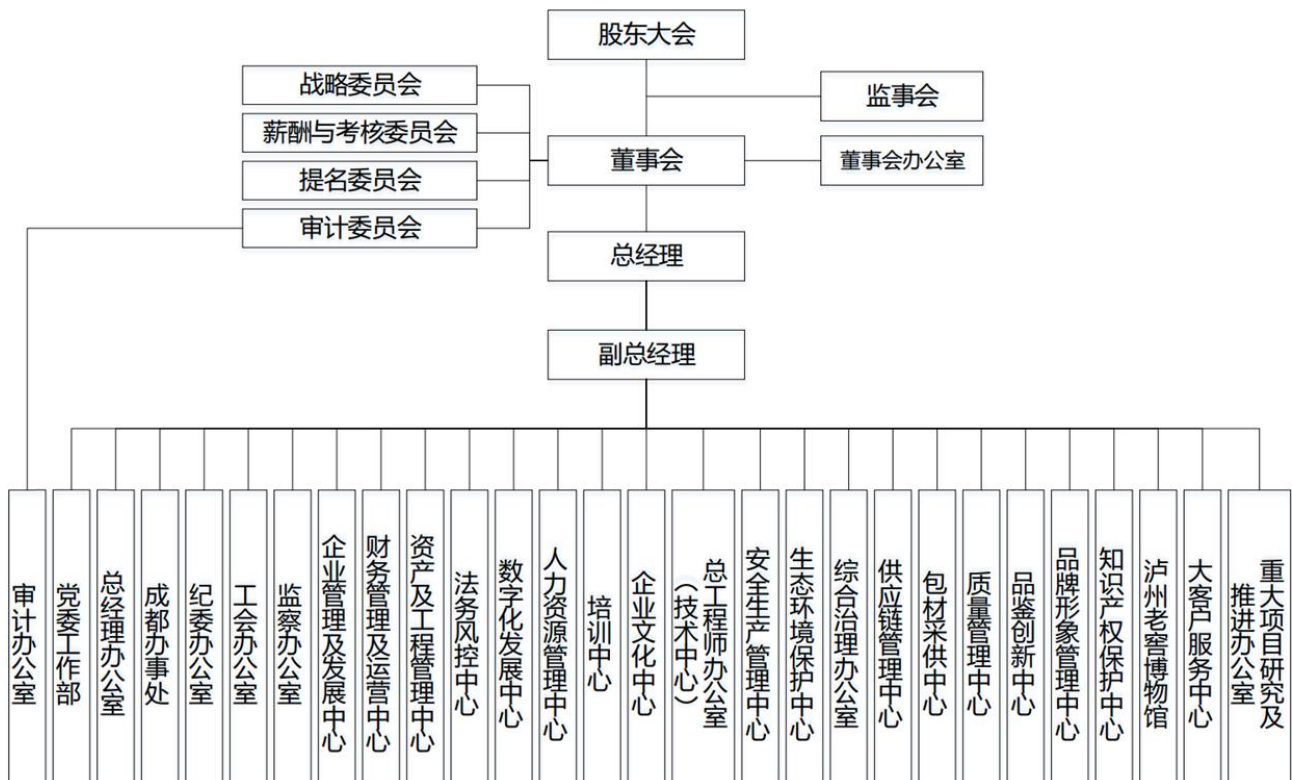
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

### 附一：泸州老窖股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



部分子公司	持股比例(%)
泸州老窖酿酒有限责任公司	100.00
泸州老窖销售有限公司	100.00
泸州老窖怀旧酒类营销有限公司	100.00
泸州老窖优选供应链管理有限公司	100.00
泸州鼎力酒业有限公司	100.00



资料来源：公司提供

## 附二：泸州老窖股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	975,366.65	1,162,487.03	1,351,349.46	1,486,651.45
应收账款净额	241,209.12	321,087.96	475,926.00	264,650.19
其他应收款	15,975.34	12,703.29	2,861.54	3,639.45
存货净额	364,123.51	469,566.34	727,757.32	795,120.33
长期投资	258,311.70	282,482.76	299,005.64	291,194.46
固定资产	151,886.54	688,710.82	808,948.73	807,131.45
在建工程	725,739.31	201,212.99	125,984.55	128,690.93
无形资产	33,223.40	265,711.80	265,907.40	259,041.33
总资产	2,891,996.91	3,500,920.38	4,321,178.20	4,306,382.13
其他应付款	69,894.24	50,162.39	65,239.33	118,269.32
短期债务	0.00	19,350.43	8,620.22	6,874.98
长期债务	249,088.37	398,787.21	399,078.57	399,157.99
总债务	249,088.37	418,137.64	407,698.80	406,032.98
净债务	-726,278.29	-744,349.39	-943,650.66	-1,080,618.47
总负债	936,523.81	1,182,733.39	1,507,452.09	1,198,869.01
费用化利息支出	13,960.31	19,036.82	19,512.58	--
资本化利息支出	0.00	7,529.89	2,231.08	--
所有者权益合计	1,955,473.10	2,318,186.99	2,813,726.11	3,107,513.11
营业总收入	1,581,693.43	1,665,285.45	2,064,226.17	631,196.47
经营性业务利润	593,802.11	774,932.03	1,030,109.36	387,780.81
投资收益	15,471.20	20,149.89	20,220.57	-493.81
净利润	464,223.55	595,851.46	793,726.24	289,123.27
EBIT	624,341.93	812,939.51	1,074,608.53	--
EBITDA	641,080.79	843,830.84	1,131,087.27	--
经营活动产生现金净流量	484,161.92	491,610.25	769,864.81	113,149.79
投资活动产生现金净流量	-455,069.71	-217,446.00	-267,804.89	-40,655.48
筹资活动产生现金净流量	9,343.54	-91,677.36	-318,261.85	58,200.74
资本支出	460,522.62	214,391.05	197,939.99	31,371.51
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	80.62	83.05	85.70	86.43
期间费用率(%)	30.86	23.35	22.17	14.67
EBITDA 利润率(%)	40.53	50.67	54.79	--
总资产收益率(%)	24.23	25.43	27.48	--
净资产收益率(%)	25.31	27.88	30.93	39.06*
流动比率(X)	2.40	2.57	2.43	3.38
速动比率(X)	1.87	1.96	1.76	2.37
存货周转率(X)	0.89	0.68	0.49	0.45*
应收账款周转率(X)	13.06	5.92	5.18	6.82*
资产负债率(%)	32.38	33.78	34.89	27.84
总资本化比率(%)	11.30	15.28	12.66	11.56
短期债务/总债务(%)	0.00	4.63	2.11	1.69
经营活动净现金流/总债务(X)	1.94	1.18	1.89	1.11*
经营活动净现金流/短期债务(X)	--	25.41	89.31	65.83*
经营活动净现金流/利息支出(X)	34.68	18.50	35.41	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	98.41	59.68	111.11	--
总债务/EBITDA(X)	0.39	0.50	0.36	--
EBITDA/短期债务(X)	--	43.61	131.21	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	45.92	31.76	52.02	--
EBIT 利息保障倍数(X)	44.72	30.60	49.42	--

注：各期财务报表均按照新会计准则编制；2022年一季度财务报告数据未经审计；无形资产包括使用权资产；加“\*”指标已年化处理，由于缺乏相关数据，部分指标无法计算。



### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。