



泸州老窖股份有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0723 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，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。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 21 日

本次跟踪发行人及评级结果

泸州老窖股份有限公司

AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“20 老窖 01” 和 “22 泸窖 01”

AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”或“公司”）保持了很强的品牌影响力和很高的市场地位，产品结构持续优化、经营业绩稳步提升，偿债能力极强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到中高档白酒市场竞争加剧，分红规模较大、对权益累积产生一定影响等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

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。

正面

- 保持了很强的品牌影响力和很高的市场地位
- 产品结构持续优化，经营业绩稳步提升
- 偿债能力极强

关注

- 中高档白酒市场竞争加剧
- 分红规模较大，对权益累积产生一定影响

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

财务概况

泸州老窖（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	350.09	432.12	513.85	583.41
所有者权益合计（亿元）	231.82	281.37	343.29	380.46
负债合计（亿元）	118.27	150.75	170.57	202.96
总债务（亿元）	41.81	41.18	62.87	120.98
营业总收入（亿元）	166.53	206.42	251.24	76.10
净利润（亿元）	59.59	79.37	104.11	37.22
EBIT（亿元）	81.42	107.86	140.47	--
EBITDA（亿元）	84.50	113.51	146.91	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	49.16	76.99	82.63	15.09
营业毛利率（%）	83.05	85.70	86.59	88.09
总资产收益率（%）	25.47	27.58	29.70	--
EBIT 利润率（%）	48.89	52.25	55.91	--
资产负债率（%）	33.78	34.89	33.19	34.79
总资本化比率（%）	15.28	12.77	15.48	24.13
总债务/EBITDA（X）	0.49	0.36	0.43	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	31.81	52.20	63.92	--
FFO/总债务（X）	1.38	1.91	1.73	--

注：1、中诚信国际根据经四川华信(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 2021~2022 年财务报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	酒类产量（万吨）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	EBIT 利润率（%）	总资本化比率（%）	FFO/总债务
茅台集团	9.19	1,364.65	679.64	68.22	18.56	1.27
古井集团	13.34	176.05	28.99	23.88	17.47	0.71
泸州老窖	8.79	251.24	104.11	55.91	15.48	1.73

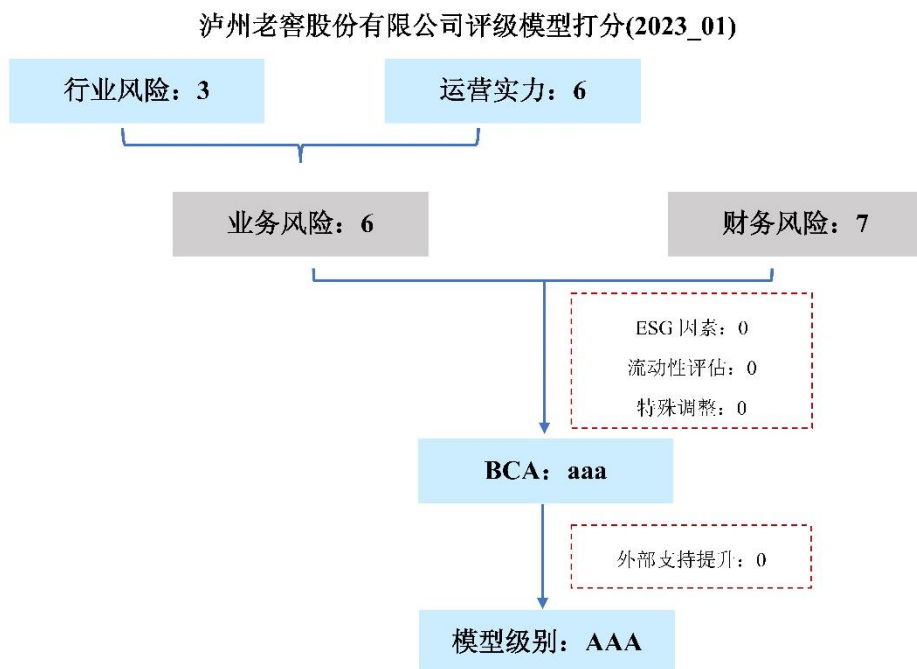
中诚信国际认为，与同行业相比，泸州老窖拥有较高的品牌影响力和市场地位，销售渠道布局全国，使得公司业务规模与盈利能力位居行业内前列；通过新建产能，公司产能水平明显提升，产能规模有所增长；但随着在建和拟建项目的推进，公司的债务规模或将进一步增长，相关项目投资进度和投产运营情况值得关注。

注：“古井集团”为“安徽古井集团有限责任公司”简称；“茅台集团”为“中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司”简称。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 老窖 01	AAA	AAA	2022/5/18	15.00	15.00	2020/3/17~2025/3/17	--
22 泸窖 01	AAA	AAA	2022/8/4	15.00	15.00	2022/12/2~2025/12/2 (1+1+1)	回售、票面利率选择权

评级模型



方法论

中诚信国际酒类行业评级方法与模型 C090401_2022_02

■ 业务风险：

泸州老窖属于酒类行业，中国酒类行业风险评估为中等；泸州老窖品牌影响力很强，市场地位很高，老窖池、独特酿制技艺和产能规模优势为公司市场竞争力提供有力支持，销售渠道布局全国，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

泸州老窖盈利与获现能力很强，债务规模扩张，但财务杠杆保尚持在较低水平，整体偿债能力很强，财务风险评估为极低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对泸州老窖个体基础信用等级无影响，泸州老窖具有aaa的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和极低的财务风险。

■ 外部支持：

公司控股股东泸州老窖集团有限责任公司（以下简称“老窖集团”）业务涵盖酒类、证券、高新技术、商贸等多个板块，旗下控股三家A股上市公司，支持能力很强。公司作为老窖集团下属主要子公司，2022年公司收入占老窖集团的30.26%，净利润占老窖集团的85.87%，老窖集团对公司支持意愿很强。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

表 1：公司募集资金使用情况（亿元）

债项简称	募集资金	已使用资金	募集资金用途	募集资金用途是否变更
20 老窖 01	15.00	8.61	酿酒工程技改项目（二期工程）、信息管理系统智能化升级建设项目、黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目及黄舣酿酒基地制曲配套设备购置项目	否
22 泸窖 01	15.00	15.00	全部用于偿还回售的公司债券	否

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，在消费升级背景下，白酒市场量缩价升，产品结构持续升级，龙头企业品牌、渠道、产能

等竞争优势凸显，盈利和获现能力良好，行业地位或将进一步稳固；但区域中小型酒企经营状况有待关注。

近年来，受经济环境和人口老龄化等因素共同影响，白酒行业增速逐步放缓，白酒消费进入量减质升的发展阶段。在消费升级和品牌溢价能力趋强背景下，多数头部白酒企业受益，但受限于工艺或严格的自然条件限制，大部分高端酒存在产能瓶颈限制高端酒继续放量。近年来部分名优酒企逐步扩产，提前布局未来发展空间，提升基酒生产和存储能力，并通过生产工艺优化和设备智能化提升实现生产资源利用效率的最大化。中小地产酒品牌、渠道和产能优势较弱，市场份额被头部酒企挤占。盈利方面，各白酒板块走势有所分化，其中，高端酒样本企业韧性凸显；次高端酒增速虽受疫情等因素影响有所波动，但仍保持最高水平；区域名酒受所在地消费变化影响较大，整体增速低于次高端酒企；以区域中低端为主的其他酒企收入增速呈下降态势。从毛利率角度来看，白酒产品结构及产品溢价空间呈正比，同时受益于消费升级，毛利率均呈上升态势。

详见《中国酒类行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9806?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内泸州老窖保持了很强的品牌影响力，产品结构持续优化带动销售业绩提升，全国化市场布局得到巩固；但同时在建项目后续投产及盈利情况有待关注。

跟踪期内，泸州老窖保持了很强的品牌影响力、很高的品牌价值与市场地位，老窖池与独特酿制技艺为泸州老窖市场竞争力提供有力支撑。

泸州老窖是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，拥有很高的品牌知名度，根据“华樽杯”第十四届中国酒类品牌价值评议组委会评测，泸州老窖 2022 年度的品牌价值为 2,265.21 亿元，位列全国酒企第七名。

老窖池是浓香型白酒企业的核心资源。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”。丰富的窖池资源及很高的品牌知名度为泸州老窖酒类产品的竞争力提供很强支撑。

跟踪期内，受益于市场区域拓展和产品结构升级，泸州老窖量价齐升推动其销售收入进一步扩张，全国化市场布局得到巩固。

生产方面，跟踪期内泸州老窖保持了“1+2+N¹”的产能格局，基酒产能维持在 17 万吨的较高区间，截至 2022 年末，泸州老窖基酒等半成品酒库存量增至 40.26 万吨，优质基酒供应充足，为泸州老窖产品结构优化升级与销售扩张提供较好保障。

销售方面，泸州老窖聚焦“双品牌、三品系、大单品”²体系，2022 年，泸州老窖持续加大营销拓展力度，有力推动销售收入增长，其中，“国窖 1573”继续发挥引领作用，并稳居中国三大高端白酒阵营；泸州老窖品牌复兴加快，形成多品系、年轻化深度布局。产品结构方面，2022 年泸

¹ 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。

² 泸州老窖聚焦“双品牌、三品系、大单品”的品牌战略，其中双品牌为国窖 1573、泸州老窖；三品系为传统中式白酒、依托传统中式白酒的创新品系及养生酒品系；大单品为国窖 1573、百年泸州老窖窖龄酒、泸州老窖特曲等产品。

州老窖中高档产品销售收入增幅为 20.30%，销售收入占比仍保持在 89.36%的很高水平；同期受益于市场区域拓展，产品升级换代效果凸显，其他酒类销售量同比增长 6.74%，止跌回升，销售收入同比增长 30.53%，内部结构进一步优化。库存方面，2022 年以来泸州老窖库存量进一步增长，中诚信国际将对泸州老窖库存的周转情况保持关注。

表 2：近年来泸州老窖各产品的产销情况（万吨、亿元）

	2020	2021	2022
生产量	11.14	9.48	8.79
库存量	3.59	5.29	5.46
销售量	12.09	7.79	8.62
其中：中高档白酒销售量	2.53	3.18	3.71
其他酒类销售量	9.56	4.60	4.91
中高档白酒销售收入	142.37	183.97	221.33
其他酒类销售收入	22.11	20.18	26.34

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；其他酒类主要为泸州老窖头曲、泸州老窖黑盖。

资料来源：泸州老窖年度报告，中诚信国际整理

销售区域方面，泸州老窖销售网络覆盖全国，跟踪期内泸州老窖进一步巩固基地市场，拓展机会市场，全国化市场布局得到巩固。经销网络方面，2022 年末泸州老窖国内经销商数量下降至 1,703 家，主要系对其他酒类中的部分产品及其渠道结构进行了调整；同期受益于泸州老窖加强同电商平台和自媒体合作，新兴渠道销售收入达 14.64 亿元，同比增长 64.17%。

在建方面，泸州老窖在建项目主要围绕白酒主业，2022 年 7 月，泸州老窖公告称将拟投资实施泸州老窖智能酿造技改项目（一期），项目总投资额为 47.83 亿元，所需资金由泸州老窖的子公司自筹，项目建成后形成基酒产能 8 万吨和基酒储存能力 10.4 万吨，将提升泸州老窖基酒产、储能力，巩固产能优势。截至 2022 年末，泸州老窖现有在建项目剩余投资金额为 53.96 亿元，考虑到泸州老窖经营获现能力很强且资金储备充足，在建项目投资压力不大，但中诚信国际仍将关注上述在建项目的后续投产及盈利情况。

表 3：截至 2022 年末泸州老窖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
泸州老窖智能化包装中心技改项目	2019.10~2023.12	18.86	6.89	36.54
泸州老窖智能酿造技改项目（一期）	2022.8~2027.12	47.83	5.84	12.20
合计	--	66.69	12.73	--

资料来源：泸州老窖年度报告，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，泸州老窖保持了很强的盈利和获现能力，债务规模持续上升但财务杠杆水平尚处于合理区间，偿债能力很强；中诚信国际将持续关注未来债务规模控制情况。

跟踪期内，产品升级和市场拓展力度加大带动公司的盈利能力进一步增强且费用使用效率有所改善。

2022 年，受益于营销拓展力度的加大和产品结构升级，公司酒类产品收入和毛利率均同比增长。2023 年一季度，因消费回暖，春节销售需求旺盛，公司营业收入同比增长 20.57%；受益于产品结构进一步优化，公司毛利率同比增加 1.66 个百分点。

表 4: 近年来公司白酒业务盈利情况(亿元、%)

产品类型	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
中高档白酒	142.37	90.25	183.97	90.34	221.33	91.05
其他酒类	22.11	40.16	20.18	45.09	26.34	53.17

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

跟踪期内, 公司期间费用整体规模较为稳定, 费用使用效率有所改善。2022 年, 公司经营性业务利润同比上升 33.35%, 同期因华西证券股份有限公司业绩下滑, 投资收益同比有所减少, 但对整体盈利能力影响有限, 受上述因素影响, 公司净利润同比增长 31.17%, EBIT 利润率保持上升态势, 公司盈利能力持续增强。2023 年一季度, 市场消费回暖推动公司业绩增长, 当期净利润同比增长 28.74%。

表 5: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%)

	2020	2021	2022	2023.3
销售费用	30.91	35.99	34.49	6.91
管理费用	8.44	10.56	11.62	2.49
研发费用	0.86	1.38	2.06	0.25
财务费用	-1.32	-2.17	-2.86	-0.36
期间费用率	23.35	22.17	18.04	12.22
经营性业务利润	77.49	103.01	137.36	48.47
投资收益	2.01	2.02	1.05	0.59
净利润	59.59	79.37	104.11	37.22
EBITDA	84.50	113.51	146.91	--
EBIT 利润率	48.89	52.25	55.91	--

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

跟踪期内, 公司扩大举债规模, 推动货币资金大幅增加, 进而带动公司资产及负债规模扩张, 总资本化比率上升, 但仍保持在较低区间; 中诚信国际将对债务规模与财务杠杆水平控制情况保持关注。

公司资产仍以流动资产为主, 2022 年末, 因公司持续推进产品结构升级计划, 提升优质基酒占比, 基酒库存规模扩张推动公司存货水平同比增长; 因销售业绩增长和借款储备建设资金, 公司货币资金规模上升; 同期公司投资中国旅游集团中免股份有限公司股权, 其他权益工具投资增加。2023 年一季度, 因公司大幅新增银行借款, 推动货币资金增加, 进而推动资产规模上升。

跟踪期内, 公司经营性负债主要由应付供应商的货款和合同未履约形成的合同负债构成, 2022 年, 由于经销商为春节提早备货, 公司与经销商结算亦有提前, 使得年末合同负债同比减少; 因授予限制性股票股权激励, 其他应付款有所增加。有息债务方面, 应付债券减少主要系“19 老窖 01”兑付; 为筹备对酿酒工艺智能化和数字化改造投资, 公司新增银行借款融资推升债务规模。2023 年一季度, 为筹备资金, 公司进一步加大银行融资力度推动债务增加。

跟踪期内, 受益于利润持续积累以及限制性股票授予和发行, 公司权益规模同比增长。**中诚信国际关注到**, 公司未分配利润占净资产比重较高, 2022 年末达 77.99%, 且分红力度较大对权益积累有一定影响, 公司未来分红³情况值得保持关注。2022 年以来, 债务规模扩张推动总资本化比

³ 2023 年 4 月, 公司董事会审议通过了 2022 年度利润分配预案, 预计分配现金股利 62.19 亿元。

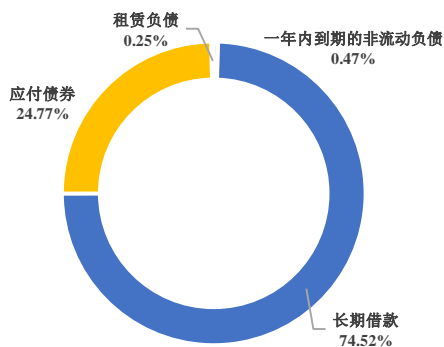
率相应上升，但保持在较低区间。

表 6: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元、%)

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	116.25	135.13	177.58	249.04
应收款项融资	32.09	47.58	45.83	42.97
存货	46.96	72.78	98.41	101.50
流动资产占比	56.81	61.50	65.29	69.82
固定资产	68.87	80.89	88.53	87.18
在建工程	20.12	12.60	8.09	10.23
无形资产	26.57	26.06	30.83	30.77
长期股权投资	24.78	26.27	26.68	27.20
其他权益工具投资	3.47	3.63	11.37	9.83
总资产	350.09	432.12	513.85	583.41
应付账款	26.04	24.20	23.12	22.60
其他应付款	5.02	6.52	12.02	12.71
合同负债	16.79	35.10	25.66	17.26
流动负债合计	77.48	109.47	106.52	80.95
流动负债占比	65.51	72.62	62.45	39.89
应付债券	39.88	39.91	29.96	29.97
长期借款	--	--	31.80	90.15
总负债	118.27	150.75	170.57	202.96
总债务	41.81	41.18	62.87	120.98
所有者权益合计	231.82	281.37	343.29	380.46
总资本化比率	15.28	12.77	15.48	24.13
资产负债率	33.78	34.89	33.19	34.79

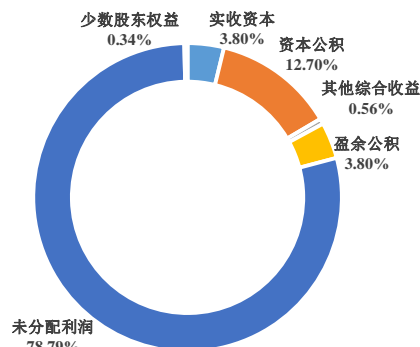
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1: 截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2: 截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营获现能力进一步增强，偿债能力很强。

跟踪期内，公司经营获现能力进一步增强。2022 年，受益于白酒销售业绩提升，公司经营活动净现金流同比增长 7.33%；因公司收回投资理财资金，投资活动净现金流流出规模收窄；受借款规模增长影响，筹资活动净现金流流出规模减少。2023 年 1~3 月，消费回暖推动经营活动净现金流同比增长；投资力度减弱使得投资活动净现金流支出规模下降；受银行借款规模大幅上升影响，筹资活动现金呈净流入态势。

偿债指标方面，很强的经营获现水平及充沛的账面货币资金可对公司债务本息提供良好保障，截至 2023 年 3 月末，公司未受限货币资金为 248.67 亿元，可完全覆盖当期末债务。整体来看，公

司偿债能力很强，凭借其良好的内部流动性及很强的外部融资能力，可实现到期债务续接。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	49.16	76.99	82.63	15.09
投资活动产生的现金流量净额	-21.74	-26.78	-18.74	-1.21
筹资活动产生的现金流量净额	-9.17	-31.83	-20.78	57.53
经营活动净现金流/利息支出	18.50	35.41	35.95	--
EBITDA 利息保障倍数	31.81	52.20	63.92	--
FFO/总债务	1.38	1.91	1.73	--
总债务/EBITDA	0.49	0.36	0.43	--
非受限货币资金/短期债务	59.78	155.48	216.53	437.67

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 0.37 亿元，均为受限货币资金。

截至 2023 年 3 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼，亦无对外担保。

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，2020 年~2023 年 5 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。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记录。

假设与预测⁴

假设

- 预测 2023 年泸州老窖销售业绩进一步提升，收入规模保持增长态势。
- 预测 2023 年泸州老窖投资支出规模有所上升。
- 预测 2023 年泸州老窖债务规模增长，财务杠杆水平随之上升。

预测

表 8：预测情况表（%、X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率	12.77	15.48	16.00~26.00
总债务/EBITDA	0.36	0.43	0.50~0.80

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，泸州老窖的流动性很强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

公司经营获现能力很强。公司收现比保持在较好水平，截至 2023 年 3 月末，公司非受限货币资金为 248.67 亿元，相对于 2023 年内到期的债务规模，资金储备充沛。同期末，公司合并口径共

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

获得银行授信额度 229.10 亿元，其中尚未使用额度为 119.87 亿元，备用流动性充足。

公司资金流出主要用于经营活动支出及在建项目投资、支付股息、债务的还本付息。2020 年以来公司购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金约为 52 亿元。此外，2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出为 49.29 亿元。综上所述，公司流动性很强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	2023 年内到期	2024 年内到期	2025 年内到期	2026 年及以后
合并口径	0.15	0.25	77.79	42.81
银行融资	0.15	0.25	47.19	42.81
公开债务	--	--	30.00	--
本部口径	0.15	0.25	77.79	42.81
银行融资	0.15	0.25	47.19	42.81
公开债务	--	--	30.00	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，跟踪期内公司注重安全生产与环保投入，并积极履行企业社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境保护方面，跟踪期内公司高度重视环境保护和管理，2022 年期间，公司累计节约标准煤 584.26 吨、节水 206.15 万吨、减少污水排放 233.70 万吨，且未发生重大环境保护事故，同年公司获评四川省级“绿色供应链管理企业”。

社会方面，公司员工激励机制和培养体系健全，人员稳定性较高，2022 年期间，公司各类生产安全事故为零、职业病发生率为零、因工伤亡故事件为零。公司持续开展质量、食品安全、有机等体系外审工作，通过率 100%；参与起草、制修订国家标准 9 个；连续 6 年向社会发布质量与安全白皮书。荣获“国家食品安全诚信示范单位”、“国家食品安全管理创新优秀案例”和“全国质量诚信标杆企业”等 6 项国家级质量殊荣。

公司治理方面，跟踪期内公司保持了较为完善的法人治理结构，股东大会是公司的最高决策机关，下设董事会对股东大会负责，董事会由 11 名董事组成，2023 年 3 月，公司公告称原董事会秘书王洪波因工作需要请辞董事会秘书职务，但仍担任公司董事、常务副总经理，新任董事会秘书由李勇担任，**中诚信国际认为**，此次高管变更未对公司经营产生负面影响。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。公司子公司的融资由总部进行直接管控，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，公司设立共享服务部，由其进行资金的核算管理。分红政策方面，公司实施现金或股票方式分红比例不低于当年实现可供分配利润 50%的政策，且以现金方式分配的利润不少于当年实现可分配利润的 30%，现金分红优于股票股利。战略方面，公司将坚持聚焦“双品牌、三品系、大单品”战略，加强市场拓展。

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

外部支持

公司为控股股东核心产业运营主体，并对当地的经济的发展提供支撑，经营发展受到股东的大力支持，对股东重要性很强。

公司控股股东老窖集团业务涵盖酒类、证券、高新技术、商贸等多个板块，旗下控股三家 A 股上市公司，老窖集团综合实力位列泸州市企业首位，资产规模、营业收入和利润总额均位居四川省前列，能够为下属子公司提供强有力的外部保障。

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。公司作为老窖集团下属主要子公司，2022 年公司收入占老窖集团的 30.26%，净利润占老窖集团的 85.87%，对股东重要性很强，老窖集团对公司支持意愿很强。

同行业比较

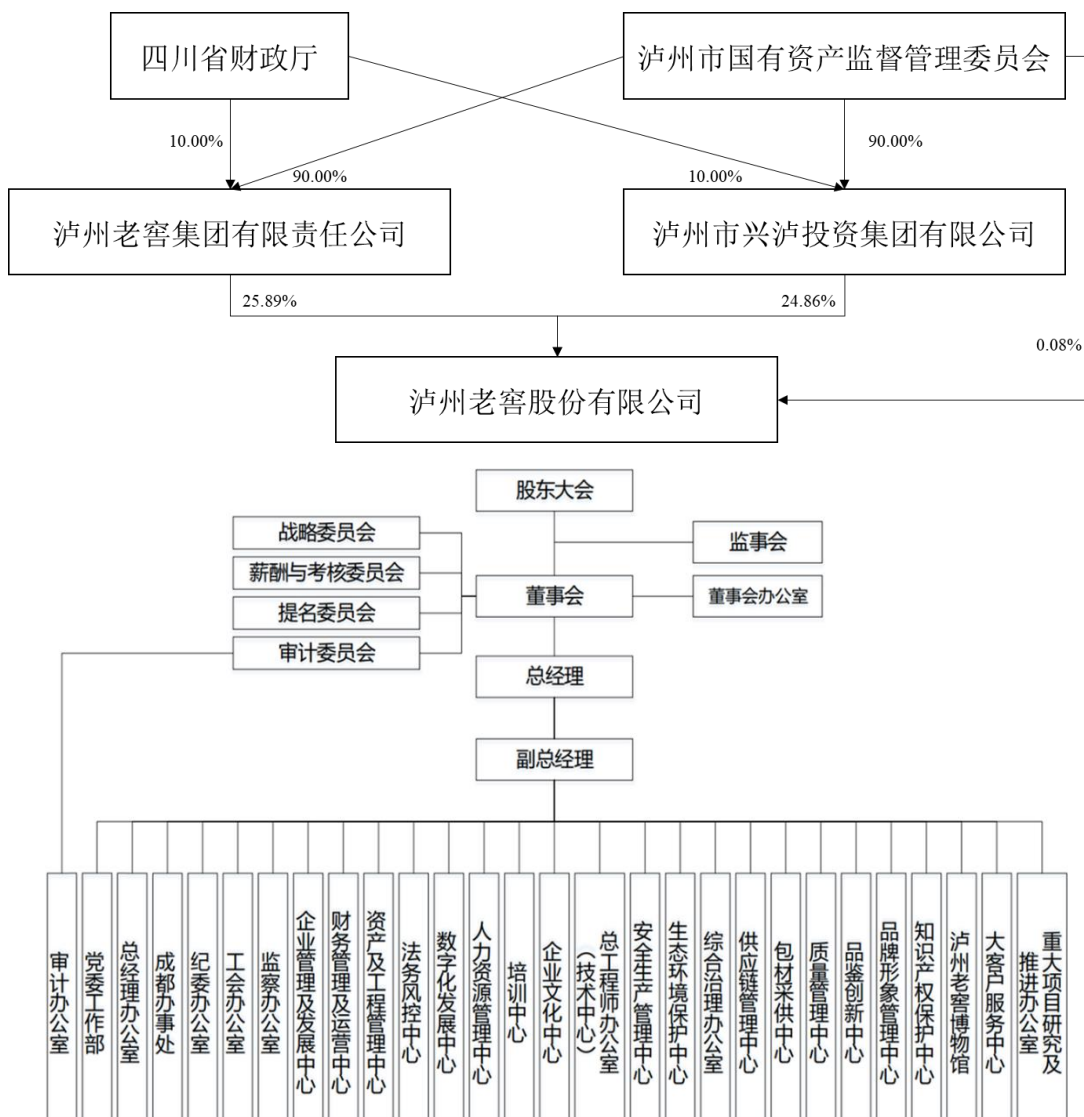
中诚信国际选取了茅台集团和古井集团作为泸州老窖的可比企业，上述均为白酒生产企业，具有较高可比性。

中诚信国际认为，与同行业相比，泸州老窖拥有较高的品牌影响力和市场地位，销售渠道布局全国，使得公司业务规模与盈利能力位居行业内前列；通过新建产能，公司产能水平明显提升，产能规模有所增长；但随着在建和拟建项目的推进，公司的债务规模或将进一步增长，相关项目投资进度和投产运营情况值得关注。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“20 老窖 01”和“22 泸窖 01”的信用等级为 **AAA**。

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 2023 年 3 月末）



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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	1,162,487.03	1,351,349.46	1,775,752.82	2,490,439.68
应收账款	150.79	162.82	593.94	928.55
其他应收款	12,703.29	2,861.54	2,339.65	2,471.68
存货	469,566.34	727,757.32	984,074.24	1,014,959.54
长期投资	282,482.76	299,005.64	380,423.75	370,321.75
固定资产	688,710.82	808,948.73	885,334.82	871,795.39
在建工程	201,212.99	125,984.55	80,891.90	102,255.26
无形资产	265,711.80	260,635.92	308,327.19	307,689.83
资产总计	3,500,920.38	4,321,178.20	5,138,548.14	5,834,141.64
其他应付款	50,162.39	65,239.33	120,240.93	127,133.16
短期债务	19,350.43	8,620.22	8,187.95	5,681.81
长期债务	398,787.21	403,145.34	620,479.65	1,204,167.71
总债务	418,137.64	411,765.56	628,667.60	1,209,849.52
净债务	-738,681.87	-928,487.33	-1,144,233.06	-1,276,890.16
负债合计	1,182,733.39	1,507,452.09	1,705,668.64	2,029,568.04
所有者权益合计	2,318,186.99	2,813,726.11	3,432,879.49	3,804,573.60
利息支出	26,566.71	21,743.66	22,982.39	--
营业总收入	1,665,285.45	2,064,226.17	2,512,356.33	761,015.38
经营性业务利润	774,932.03	1,030,109.36	1,373,554.60	484,670.94
投资收益	20,149.89	20,220.57	10,471.59	5,860.38
净利润	595,851.46	793,726.24	1,041,058.91	372,188.23
EBIT	814,156.11	1,078,590.35	1,404,730.73	--
EBITDA	845,047.44	1,135,069.09	1,469,104.05	--
经营活动产生的现金流量净额	491,610.25	769,864.81	826,264.83	150,878.32
投资活动产生的现金流量净额	-217,446.00	-267,804.89	-187,385.43	-12,062.07
筹资活动产生的现金流量净额	-91,677.36	-318,261.85	-207,838.85	575,253.71
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	83.05	85.70	86.59	88.09
期间费用率（%）	23.35	22.17	18.04	12.22
EBIT 利润率（%）	48.89	52.25	55.91	--
总资产收益率（%）	25.47	27.58	29.70	--
流动比率（X）	2.57	2.43	3.15	5.03
速动比率（X）	1.96	1.76	2.23	3.78
存货周转率（X）	0.68	0.49	0.39	0.36*
应收账款周转率（X）	1,681.96	13,164.28	6,639.71	3,998.80*
资产负债率（%）	33.78	34.89	33.19	34.79
总资本化比率（%）	15.28	12.77	15.48	24.13
短期债务/总债务（%）	4.63	2.09	1.30	0.47
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务（X）	1.10	1.82	1.28	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	23.87	86.79	98.11	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数（X）	18.50	35.41	35.95	--
总债务/EBITDA（X）	0.49	0.36	0.43	--
EBITDA/短期债务（X）	43.67	131.68	179.42	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	31.81	52.20	63.92	--
EBIT 利息保障倍数（X）	30.65	49.60	61.12	--
FFO/总债务（X）	1.38	1.91	1.73	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、因缺少 2023 年一季度现金流量补充表，部分指标无法计算；4、因统计口径调整，部分披露数据与前期不一致。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) ×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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)
	现金周转天数	营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn