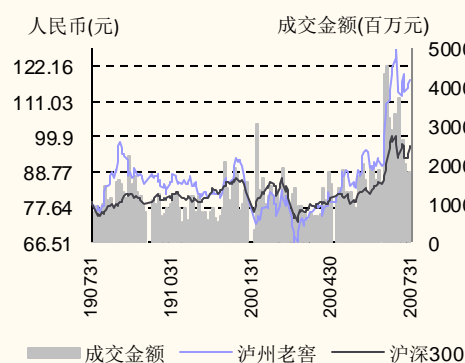


市场价格 (人民币): 117.98 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	14.65
已上市流通 A 股(亿股)	14.60
总市值(亿元)	1,728.11
年内股价最高最低(元)	127.88/91.12
沪深 300 指数	4695
深证成指	13638



相关报告

- 1.《业绩保持高增长, 全年目标有望实现-泸州老窖 2019 年三季报点...》, 2019.10.21
- 2.《上半年业绩表现靓丽, 中秋旺季放量在即-泸州老窖 2019 年半年报...》, 2019.8.28

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 联系人
wang_yingxue@gjzq.com.cn

价格上行给予信心, 全国化布局持续落子

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,055	15,817	17,176	20,057	23,415
营业收入增长率	25.60%	21.15%	8.59%	16.78%	16.74%
归母净利润(百万元)	3,486	4,642	5,302	6,418	7,720
归母净利润增长率	36.27%	33.17%	14.22%	21.04%	20.29%
摊薄每股收益(元)	2.38	3.17	3.62	4.38	5.27
每股经营性现金流净额	2.93	3.30	3.66	4.78	5.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.55%	23.92%	23.47%	24.27%	24.85%
P/E	17.09	27.35	32.65	26.98	22.43
P/B	3.51	6.54	7.66	6.55	5.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简述

- 7月29日, 以“坚定信心、全面竞争、品牌升级、共赢共享”为主题的2020年泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司第一次股东大会在杭州举行。

事件点评

- 高端白酒动销良好, 公司批价与终端价有效上行:** 高端白酒需求受疫情影响较小, 在社交消费场景受限的情况下, 国窖 1573 的动销和订单态势较好, 价格坚挺库存良性, 给厂商的市场政策留足空间。公司 7 月停货调价政策不断, 在量价平衡有效的把控下, 国窖 1573 当前的零售价已调至 1399 元。从国窖 1573 的价格空间来看, 五粮液的批价提升给国窖提供了上调机遇, 公司近几年对终端和渠道的管控能力加强, 提价顺畅。目前茅台批价维持在 2500 元以上, 五粮液和国窖 1573 的批价有望在千元价格带得到突破。
- 全国化进程加快, 华东地区有望迎来进一步拓展:** 国窖 1573 进入新百亿征途后, 在各地市场的开发举措加快。品牌排名虽靠前, 但区域市场存在较大的差异, 西南优势成熟市场领先, 而在华东和华北地区等经济发达的白酒消费大省规模体量具有较大的提升空间, 潜力市场的开拓是实现全国化进程的重心。此前国窖 1573 在河南市场启动“战区制,” 此次国窖股东大会上成立了国窖 1573 长三角 38 度联盟会, 借此深化国窖公司华东战略。
- 品牌升级, 共赢共享:** 国窖品牌力的领先毋庸置疑, 公司自 2015 年起进行大刀阔斧的改革, 从困境逆转实现底部复苏。行业、品牌、管理、渠道等各个维度均处于向上态势, 在新百亿征程中有望实现品牌升级和共赢共享。当前公司安全边际较高, 随着报表边际改善有望带来整体估值中枢的提升。

盈利预测

- 今年春节受到疫情一次性冲击, 终端需求受到一定程度影响, 厂商大多放弃压货转而追求渠道及库存的良性, 端午动销表现较为平淡, 因此调整盈利预测, 我们预计公司 2020-2022 年收入增速为 9%/17%/17%, 较此前预测的 2020/2021 年收入下调 14%/21%, 归母净利润增速为 14%/21%/20%, 较此前预测 2020/2021 年归母净利润下调 8%/12%, EPS 为 3.62/4.38/5.27 元, 给予“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险、终端消费恢复不及预期、区域性竞争态势变化风险。

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)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	10,395	13,055	15,817	17,176	20,057	23,415	货币资金	8,450	9,367	9,754	14,211	18,110	22,716
增长率		25.6%	21.2%	8.6%	16.8%	16.7%	应收账款	2,737	2,565	2,572	2,865	3,345	3,905
主营业务成本	-2,918	-2,934	-3,065	-3,181	-3,401	-3,694	存货	2,812	3,230	3,641	3,748	3,914	4,251
%销售收入	28.1%	22.5%	19.4%	18.5%	17.0%	15.8%	其他流动资产	271	331	347	391	404	422
毛利	7,477	10,121	12,752	13,994	16,656	19,721	流动资产	14,269	15,494	16,314	21,215	25,773	31,294
%销售收入	71.9%	77.5%	80.6%	81.5%	83.0%	84.2%	%总资产	72.2%	68.5%	56.4%	63.9%	67.7%	71.3%
营业税金及附加	-1,335	-1,606	-1,976	-2,061	-2,407	-2,810	长期投资	2,147	2,367	2,583	2,793	3,003	3,213
%销售收入	12.8%	12.3%	12.5%	12.0%	12.0%	12.0%	固定资产	2,697	4,030	8,776	8,788	8,788	8,775
销售费用	-2,412	-3,393	-4,186	-4,380	-5,135	-6,018	%总资产	13.7%	17.8%	30.3%	26.5%	23.1%	20.0%
%销售收入	23.2%	26.0%	26.5%	25.5%	25.6%	25.7%	无形资产	231	232	333	422	508	591
管理费用	-569	-722	-829	-876	-1,023	-1,194	非流动资产	5,487	7,110	12,606	12,003	12,298	12,579
%销售收入	5.5%	5.5%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%	%总资产	27.8%	31.5%	43.6%	36.1%	32.3%	28.7%
研发费用	0	-62	-72	-69	-80	-94	资产总计	19,756	22,605	28,920	33,217	38,072	43,873
%销售收入	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	3,161	4,338	5,689	6,609	8,011	9,606	应付款项	1,284	1,895	2,568	2,249	2,448	2,702
%销售收入	30.4%	33.2%	36.0%	38.5%	39.9%	41.0%	其他流动负债	3,083	3,521	4,220	4,241	5,046	5,962
财务费用	107	215	205	190	273	392	流动负债	4,367	5,415	6,787	6,490	7,494	8,664
%销售收入	-1.0%	-1.6%	-1.3%	-1.1%	-1.4%	-1.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	2	-1	0	0	0	其他长期负债	76	65	2,578	3,991	3,991	3,991
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	4,443	5,481	9,365	10,481	11,485	12,654
投资收益	138	98	155	160	160	160	普通股股东权益	15,171	16,965	19,407	22,588	26,439	31,071
%税前利润	4.0%	2.1%	2.5%	2.3%	1.9%	1.6%	其中：股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
营业利润	3,428	4,677	6,119	6,958	8,444	10,158	未分配利润	8,527	10,182	12,560	15,741	19,592	24,224
营业利润率	33.0%	35.8%	38.7%	40.5%	42.1%	43.4%	少数股东权益	141	160	148	148	148	148
营业外收支	6	-18	-15	0	0	0	负债股东权益合计	19,756	22,605	28,920	33,217	38,072	43,873
税前利润	3,434	4,659	6,104	6,958	8,444	10,158	比率分析						
利润率	33.0%	35.7%	38.6%	40.5%	42.1%	43.4%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-832	-1,148	-1,462	-1,656	-2,027	-2,438	每股指标						
所得税率	24.2%	24.6%	23.9%	23.8%	24.0%	24.0%	每股收益	1.746	2.380	3.169	3.620	4.381	5.270
净利润	2,602	3,510	4,642	5,302	6,418	7,720	每股净资产	10.358	11.582	13.249	15.421	18.050	21.212
少数股东损益	44	25	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.522	2.934	3.305	3.660	4.776	5.614
归属于母公司的净利润	2,558	3,486	4,642	5,302	6,418	7,720	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.448	1.753	2.108
净利率	24.6%	26.7%	29.3%	30.9%	32.0%	33.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.86%	20.55%	23.92%	23.47%	24.27%	24.85%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	12.95%	15.42%	16.05%	15.96%	16.86%	17.60%
净利润	2,602	3,510	4,642	5,302	6,418	7,720	投入资本收益率	15.58%	19.04%	19.57%	18.84%	19.91%	20.73%
少数股东损益	44	25	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	170	162	167	200	214	229	主营业务收入增长率	25.18%	25.60%	21.15%	8.59%	16.78%	16.74%
非经营收益	-153	-45	-280	599	20	20	EBIT增长率	40.06%	37.26%	31.13%	16.17%	21.23%	19.90%
营运资金变动	1,075	671	311	-740	344	255	净利润增长率	32.69%	36.27%	33.17%	14.22%	21.04%	20.29%
经营活动现金净流	3,693	4,298	4,841	5,360	6,996	8,224	总资产增长率	44.48%	14.42%	27.94%	14.86%	14.61%	15.24%
资本开支	-1,416	-1,468	-4,572	-62	-300	-300	资产管理能力						
投资	-11	-17	-8	-210	-210	-210	应收账款周转天数	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
其他	30	19	29	160	160	160	存货周转天数	331.5	375.8	409.1	430.0	420.0	420.0
投资活动现金净流	-1,396	-1,465	-4,551	-112	-350	-350	应付账款周转天数	76.7	126.4	188.2	180.0	180.0	180.0
股权募资	2,958	4	4	0	0	0	固定资产周转天数	39.7	28.8	35.1	30.4	24.2	19.0
债权募资	0	0	2,490	1,476	0	0	偿债能力						
其他	-1,632	-1,920	-2,398	-2,267	-2,747	-3,268	净负债/股东权益	-55.18%	-54.70%	-37.14%	-44.95%	-53.11%	-59.98%
筹资活动现金净流	1,326	-1,916	95	-791	-2,747	-3,268	EBIT利息保障倍数	-29.6	-20.2	-27.7	-34.8	-29.4	-24.5
现金净流量	3,623	917	386	4,457	3,899	4,606	资产负债率	22.49%	24.25%	32.38%	31.55%	30.17%	28.84%

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	0	0	0	0	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-06-03	买入	70.63	82.50~82.50
2	2019-08-28	买入	89.25	110.00~110.00
3	2019-10-31	买入	85.80	110.00~110.00

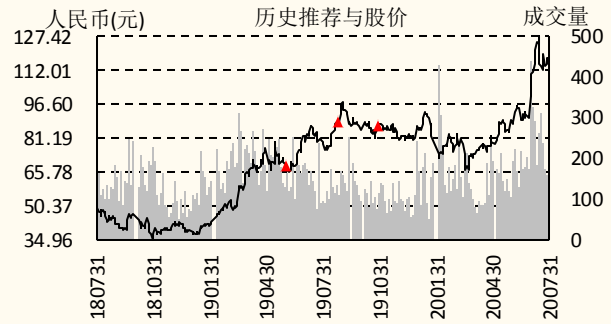
来源：国金证券研究所

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



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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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，而不应视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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH