

2021年06月17日

公司研究

评级：买入（维持）

## 势能持续向上，国窖持续发力

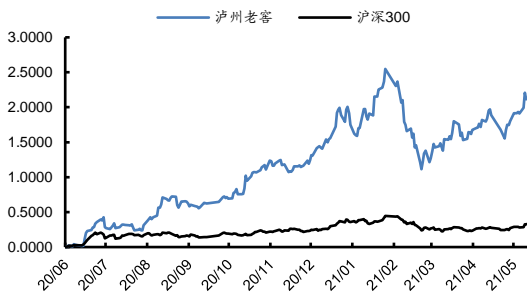
### ——泸州老窖（000568）动态点评

研究所

证券分析师：

孙山山 S0350521010001  
sunss@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
泸州老窖	10.8	36.6	207.2
沪深300	2.6	4.3	32.4

市场数据

2021-06-17

当前价格（元）	242.45
52周价格区间（元）	88.50 - 327.66
总市值（百万）	355129.24
流通市值（百万）	355021.13
总股本（万股）	146475.25
流通股（万股）	146430.66
日均成交额（百万）	2836.21
近一月换手（%）	8.31

相关报告

《泸州老窖（000568）2020年年报及2021年一季报点评：缴税节奏影响利润，国窖高增长可期》——2021-04-30

《泸州老窖（000568）事件点评：业绩符合预期，国窖大有可为》——2021-03-29

《泸州老窖（000568）事件点评：十三五顺利收官，十四五大有可为》——2021-02-04

《泸州老窖（000568）调研简报：国窖站稳高端，品牌力增强带来长期业绩弹性》——2020-11-30

《泸州老窖（000568）中报点评：二季度增长恢复，看好长期业绩弹性》——2020-08-30

## 投资要点：

■ **开局之年开门红，全年目标清晰。**公司2021Q1营收50.04亿元（+40.85%），归母净利润21.67亿元（+26.92%），前期已阐述，这里不赘述。公司开门红效应明显，打开新局面。其中预计2021Q1国窖增速近30%，占比提至68%左右，国窖中流砥柱。因去年疫情影响叠加低基数，特曲和窖龄一季度也有亮眼表现。公司**2021年经营目标：力争实现营收同增不低于15%**，我们认为公司全年目标完成无虞，重点关注国窖进度。

■ **国窖新台阶在即，尽享高端酒红利。**今年五粮液批价站稳千元价格带在即，国窖紧随其后站稳900-1000元价格带，即将迈入新阶段。我们预计明后年国窖进入千元价格带，尽享高端酒红利。十四五期间公司对国窖规划：在品牌上，国窖坚持“浓香国酒”的品牌定位，并围绕“稳质量、升品牌、提价格、扩规模、增利润”这五个方面来强化这一定位。在规模上，国窖2022年目标超200亿，2025年目标超300亿。考虑提价因素及国窖产能持续释放，我们认为量价齐升趋势明显，未来价贡献可能大于量。

■ **未来公司五大看点，重返三甲指日可待。**第一，品牌端：双品牌战略运作，品牌复兴进行时。国窖1573和泸州老窖双品牌战略，国窖1573通过国窖荟等圈层营销，提升品牌影响力；对泸州老窖提出品牌复兴，不断挖掘老窖历史文化资源，通过打造“封藏大典”等文化IP，提升泸州老窖品牌影响力。第二，产品端：聚焦五大单品，国窖和特曲持续发力。（1）高端酒聚焦打造国窖1573；（2）中档酒特曲系列承担腰部产品崛起重担，老字号主做流通渠道，60版目前做全国团购渠道。第三，价格端：国窖跟随者策略，特曲有望迈入300元价格带。（1）国窖跟随五粮液提价策略中长期不变，未来有望迈入1000元价格带；（2）特曲已提价至200-250元左右，未来有望迈入300元价格带。第四，渠道端：品牌专营模式效果显著，粗放式向精细化运作转变。公司实施品牌专营模式，设立三大品牌专营公司，产品聚焦精细化运营。第五，区域扩张：全国化补短板，持续会战和东进南图并举。公司传统优势区域西南、华中和华北地区合计占比超85%，河南会战恢复其应有地位。公司于2018年提出东进南图工程，华东和华南市场排名靠后，与公司地位不符且体量也有较大差距。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

- **盈利预测和投资评级：**整体来看，高端酒寡头格局基本确定，茅五国占高端酒份额超 95%。长期来看，国窖已确立在高端酒市场的一席之地。预计 2021-2023 年 EPS 为 5.13/6.34/7.70 元，当前股价对应 PE 分别为 47/38/31 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情拖累消费；白酒政策调整；国窖增长不及预期；省外扩张不及预期。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	16653	20399	24756	29730
增长率(%)	5%	22%	21%	20%
归母净利润（百万元）	6006	7520	9287	11274
增长率(%)	29%	25%	23%	21%
摊薄每股收益（元）	4.10	5.13	6.34	7.70
ROE(%)	26.03%	26.70%	27.07%	26.99%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：泸州老窖盈利预测表

2021-06-1											
证券代码:	000568.SZ	股价:				242.45	投资评级:	买入	日期:		7
财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	每股指标与估值	2020	2021E	2022E	2023E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	26%	27%	27%	27%	EPS	4.10	5.13	6.34	7.70		
毛利率	83%	84%	85%	85%	BVPS	15.75	19.19	23.44	28.60		
期间费率	36%	37%	37%	36%	<b>估值</b>						
销售净利率	36%	37%	38%	38%	P/E	59.13	47.23	38.24	31.50		
<b>成长能力</b>					P/B	15.39	12.63	10.34	8.48		
收入增长率	5%	22%	21%	20%	P/S	21.33	17.41	14.34	11.95		
利润增长率	29%	25%	23%	21%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>		
总资产周转率	0.48	0.48	0.50	0.51	<b>营业收入</b>	<b>16653</b>	<b>20399</b>	<b>24756</b>	<b>29730</b>		
应收账款周转率	130.99	146.00	158.70	182.50	营业成本	2823	3230	3781	4413		
存货周转率	0.60	0.58	0.62	0.61	营业税金及附加	2224	2529	3045	3627		
<b>偿债能力</b>					销售费用	3091	4080	4927	5887		
资产负债率	34%	33%	31%	28%	管理费用	844	1020	1213	1427		
流动比	2.57	2.80	3.25	3.68	财务费用	(132)	(55)	(75)	(99)		
速动比	1.96	2.28	2.73	3.17	其他费用/(-收入)	201	179	174	139		
					<b>营业利润</b>	<b>7959</b>	<b>9773</b>	<b>12040</b>	<b>14614</b>		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	营业外净收支	(20)	5	20	7		
现金及现金等价物	11625	18225	24909	32969	<b>利润总额</b>	<b>7939</b>	<b>9778</b>	<b>12060</b>	<b>14621</b>		
应收款项	127	140	156	163	所得税费用	1981	2317	2846	3436		
存货净额	4696	5196	5696	6196	<b>净利润</b>	<b>5959</b>	<b>7461</b>	<b>9214</b>	<b>11185</b>		
其他流动资产	3442	4080	4951	5946	少数股东损益	(47)	(59)	(73)	(89)		
<b>流动资产合计</b>	<b>19890</b>	<b>27640</b>	<b>35712</b>	<b>45273</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6006</b>	<b>7520</b>	<b>9287</b>	<b>11274</b>		
固定资产	6886	7042	6861	6225							
在建工程	2012	1207	724	724	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>		
无形资产及其他	2657	2652	2519	2387	<b>经营活动现金流</b>	<b>4916</b>	<b>9190</b>	<b>9716</b>	<b>11734</b>		
长期股权投资	2478	2478	2478	2478	净利润	5959	7461	9214	11185		
<b>资产总计</b>	<b>35009</b>	<b>42106</b>	<b>49381</b>	<b>58173</b>	少数股东权益	(47)	(59)	(73)	(89)		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	308	821	837	812		
应付款项	2726	5402	6309	7541	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	0	(559)	(339)	(244)	营运资金变动	(1303)	(3268)	(2514)	(2829)		
其他流动负债	5022	5022	5022	5022	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2174)</b>	<b>649</b>	<b>664</b>	<b>636</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>7748</b>	<b>9865</b>	<b>10991</b>	<b>12319</b>	资本支出	(123)	649	664	636		
长期借款及应付债券	3988	3988	3988	3988	长期投资	(247)	0	0	0		
其他长期负债	92	92	92	92	其他	(1804)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>4080</b>	<b>4080</b>	<b>4080</b>	<b>4080</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>3858</b>	<b>(2482)</b>	<b>(3065)</b>	<b>(3720)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>11827</b>	<b>13945</b>	<b>15071</b>	<b>16398</b>	债务融资	1497	0	0	0		
股本	1465	1465	1465	1465	权益融资	10	0	0	0		
股东权益	23182	28161	34310	41775	其它	2352	(2482)	(3065)	(3720)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>35009</b>	<b>42106</b>	<b>49381</b>	<b>58173</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>6600</b>	<b>7357</b>	<b>7315</b>	<b>8650</b>		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料组 2 介绍】

孙山山，曾任职于国信证券和新时代证券，担任食品饮料分析师，4 年食品饮料研究经验。

臧天津，美国福特汉姆大学金融工程硕士，上海交通大学金融学学士。2020 年加入国海证券，现从事饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

孙山山，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，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。