

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

泸州老窖 (000568)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年06月30日

志高行远，稳健求进，国窖势能持续向上

证券分析师：陈青青 0755-22940855 chenqingq@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001
证券分析师：熊鹏 021-60875164 xiongpeng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002
联系人：李依琳 010-88005029 liyilin1@guosen.com.cn

事项：

近期，我们参加了公司2020年度股东大会及投资者交流会，在此跟踪反馈公司最新动态情况。

国信食品饮料观点：1) 管理层思路清晰，目光长远，经营稳步推进，内生活力不断增强；2) 短期看，21Q2回款动销良性，价盘稳中有升，国窖势能持续向上；3) 中长期看，品牌价值持续回归，十四五高远目标指引下业绩稳增长可期；4) 投资建议：持续看好品牌势能向上和全国化深入，维持此前盈利预测，2021-2023年营业收入为213.71/262.95/316.28亿元，归母净利润为79.11/100.77/124.84亿元，对应摊薄EPS为5.40/6.88/8.52元，当前股价对应PE为43.7/34.3/27.7X，维持“买入”评级。

评论：

■ 管理层思路清晰，目光长远，经营稳步推进，内生活力不断增强

昨日，公司在2020年度股东大会上对各品牌当下的发展情况和未来规划进行了详细介绍，我们总结要点如下：1) 国窖品牌：国窖在2020年已经走向全国性品牌，从目前情况看全国7个大区都是正常且良性的状态；其中华东市场已进入快速增长状态（增长效率连续3年是冠军），目前华南市场增长很快，今年可能会是新的增长冠军。2) 泸州老窖品牌：目前特曲跨过300元已经是非常大的进步，未来泸州老窖品牌要继续走价值之路。3) 高光品牌：高光独立于国窖和泸州老窖品牌之外，是按照5-10年的规划做产品，以打造第三增长曲线，目前渠道布局等方面还在摸索阶段。总体感受下来，管理层发展思路清晰，立足当前着眼长远，重视年轻人才梯队建设，经营稳步推进，内生活力不断增强。

■ 短期看，21Q2回款动销良性，价盘稳中有升，国窖势能持续向上

近期渠道调研来看，1) 高档酒方面，目前国窖势能持续向上，价盘稳步提升。21Q2公司回款情况良好，目前国窖回款进度约60-70%，批价在910-920元/瓶左右，库存保持良性。随着茅五价格继续提升，国窖价格向上空间将继续打开。当下，国窖全国化补短板稳步推进，东进南图战略成效显著，华东市场已进入快速发展态势，华南市场今年也或有亮眼增速。2) 中档酒方面，老字号特曲目前批价约240-250元，终端成交价约280-320元，未来有望继续向上站稳300元价位段。3) 低档酒方面，继今年4月份二曲全面升级换代后，近日公司成立大成浓香公司，分团队运营高光、头曲、二曲品牌，预计7月份落地。此举着眼于光瓶酒赛道，布局长远，长维度看或有望同高端品牌并举双赛道驱动公司发展。

结合近期公司反馈和渠道调研，我们预计21Q2公司收入业绩增速环比或有所放缓，主要由于二季度淡季需求影响，终端动销相对淡，同时为配合挺价稳价，公司在部分区域主动停货去库存，为中秋国庆旺季蓄力。我们认为，公司产品体

系逐步优化，渠道基础逐步夯实，品牌势能持续释放，短期因素影响不改长期整体成长逻辑，未来公司量价齐升空间仍广，业绩有望保持稳增长。21年全年公司目标收入增长15%以上，考虑行业持续高景气和国窖势头持续向好，我们预计年底收入目标有望超预期实现。

■ 中长期看，品牌价值持续回归，十四五高远目标指引下业绩稳增长可期

中长期看，公司志向高昂，路径规划清晰，十四五力争“全面进攻、全面冲刺、全面反超”，贯彻“136”战略，坚持推进品牌复兴。十三五期间国窖品牌已进入行业前三，稳居三大高端白酒阵营，泸州老窖品牌也进行了梳理调整。十四五期间公司有信心实现泸州老窖品牌以及公司整体回归行业前三的目标。我们认为，消费升级趋势下高端酒扩容仍在持续，国窖作为高端龙头之一，凭借独特优秀的销售和渠道模式，在品牌力和渠道力不断夯实的基础上，有望持续享受高端酒红利，未来随着国窖逐步步入并站稳千元价格带，以及全国化继续深入，量价增长空间将进一步打开，十四五目标有望顺利达成。

■ 投资建议：持续看好品牌势能向上和全国化深入，维持“买入”评级

我们维持此前盈利预测，预计2021-2023年营业收入为213.71/262.95/316.28亿元，归母净利润为79.11/100.77/124.84亿元，对应摊薄EPS为5.40/6.88/8.52元，当前股价对应PE为43.7/34.3/27.7X，维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济风险；高端酒需求不及预期；提价不及预期。

表1：可比公司估值表（2021年6月30日更新）

股票代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	2,056.70	25,836	37.17	42.57	49.76	55.33	48.3	41.3
000858.SZ	五粮液	297.89	11,563	5.14	6.25	7.40	57.94	47.7	40.3
600809.SH	山西汾酒	448.00	3,904	3.55	5.34	7.12	126.18	83.9	62.9
	平均	934.20	13,768	15.29	18.05	21.43	79.82	60.0	48.2
000568.SZ	泸州老窖	235.94	3,456	4.10	5.40	6.88	57.55	43.7	34.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	11625	13852	17976	23633
应收款项	127	171	210	253
存货净额	4696	4308	4989	5712
其他流动资产	3442	4417	5435	6537
流动资产合计	19890	22748	28611	36136
固定资产	8899	10443	12018	13429
无形资产及其他	2657	2551	2445	2338
投资性房地产	1085	1085	1085	1085
长期股权投资	2478	2695	2928	3160
资产总计	35009	39523	47086	56148
短期借款及交易性金融负债	72	24	32	43
应付款项	2726	2181	2772	3347
其他流动负债	4950	5357	6340	7412
流动负债合计	7748	7562	9144	10801
长期借款及应付债券	3988	3988	3988	3988
其他长期负债	92	105	119	129
长期负债合计	4080	4093	4106	4117
负债合计	11827	11655	13251	14918
少数股东权益	107	70	23	(35)
股东权益	23075	27797	33813	41265
负债和股东权益总计	35009	39523	47086	56148

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	4.10	5.40	6.88	8.52
每股红利	1.65	2.18	2.77	3.44
每股净资产	15.75	18.98	23.08	28.17
ROIC	26%	30%	35%	41%
ROE	26%	28%	30%	30%
毛利率	83%	84%	86%	87%
EBIT Margin	46%	47%	49%	51%
EBITDA Margin	48%	52%	53%	55%
收入增长	5%	28%	23%	20%
净利润增长率	29%	32%	27%	24%
资产负债率	34%	30%	28%	27%
息率	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%
P/E	57.5	43.7	34.3	27.7
P/B	15.0	12.4	10.2	8.4
EV/EBITDA	44.8	32.4	25.5	20.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	16653	21371	26295	31628
营业成本	2823	3379	3795	4173
营业税金及附加	2224	2671	3287	3953
销售费用	3091	4060	4891	5819
管理费用	844	1153	1395	1656
财务费用	(132)	(148)	(198)	(239)
投资收益	201	151	169	174
资产减值及公允价值变动	0	1	0	0
其他收入	(45)	0	0	0
营业利润	7959	10407	13295	16439
营业外净收支	(20)	(18)	(18)	(18)
利润总额	7939	10389	13277	16421
所得税费用	1981	2540	3279	4035
少数股东损益	(47)	(62)	(79)	(98)
归属于母公司净利润	6006	7911	10077	12484

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	6006	7911	10077	12484
资产减值准备	(1)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	308	920	1125	1290
公允价值变动损失	0	(1)	(0)	(0)
财务费用	(132)	(148)	(198)	(239)
营运资本变动	(631)	(754)	(150)	(212)
其它	(27)	(37)	(47)	(58)
经营活动现金流	5655	8039	11005	13504
资本开支	(409)	(2358)	(2594)	(2594)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(656)	(2576)	(2826)	(2826)
权益性融资	10	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(2421)	(3188)	(4061)	(5032)
其它融资现金流	1703	(48)	8	11
融资活动现金流	(3128)	(3236)	(4053)	(5021)
现金净变动	1871	2227	4125	5657
货币资金的期初余额	9754	11625	13852	17976
货币资金的期末余额	11625	13852	17976	23633
企业自由现金流	5025	5444	8116	10573
权益自由现金流	6729	5636	8317	10869

相关研究报告

《国信证券-泸州老窖-000568-2020 年年报及 2021 一季报点评：21Q1 业绩符合预期，“十四五”坚定重回行业前三》 ——2021-05-01

《泸州老窖-000568-2020 年快报点评：高档酒增长支撑 20Q4 业绩略超预期，21Q1 仍值得期待》 ——2021-03-30

《泸州老窖-000568-重大事件快评：国窖量价齐升贡献业绩增长，期待 2021 春节开门红》 ——2021-01-12

《泸州老窖-000568-2020 三季报点评：国窖高增长+费用率下滑，Q3 利润大超预期》 ——2020-11-02

《泸州老窖-000568-2019 年年报及 2020 年一季报点评：积极应对疫情影响，着眼长远发展》 ——2020-05-06

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032