2021 年 06 月 30 日
证券研究报告•公司动态跟踪报告
泸州老窖（000568）食品饮料

买入（维持）
当前价：235.94 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 国窖、特曲双轮驱动，十四五剑指三甲

## 投资要点

- **事件：**2021 年 6 月 29 日，泸州老窖召开年度股东大会，管理层介绍公司经营情况和发展规划，并与投资者积极交流。
- **国窖量价齐升，区域扩张成效显著。**1、国窖延续量价齐升高质量增长，批价从去年同期的 820 元升至当前 910 元左右，终端价站上千元大关，21H1 增长弹性继续领跑高端酒，品牌势能加速释放。2、公司产能置换进展顺利，目前中低端酒产能已向黄舣生产基地转移，国窖未来产量增长有充分保障，扩产的同时仍将保证国窖质量高度稳定、始终如一。3、从区域来看，十三五期间，国窖不仅收复并巩固传统优势市场，在华东、华南等新兴市场亦取得突出成效，华东地区连续三年成为增长冠军，华南区域增长提速明显，目前国窖全国 7 个大区全面进入正常良性状态。
- **老窖品牌价值复兴，老字号特曲蓄势待发。**1、十三五期间，公司大力推动泸州老窖品牌价值回归，大幅精简冗杂 SKU，并确立特曲、窖龄、头曲、二曲层次分明的产品矩阵，通过资源倾斜和积极提价，老窖品牌迎来价值复兴。2、值得重视的是，公司过去对老字号特曲进行持续地控量提价，实现价格占位和价值回归；当前老字号特曲终端价站上 300 元大关，控货提价也暂告一段落，较低基数下爆发力值得期待。
- **品牌势能持续向好，薪酬改革激发活力，中长期发展路径清晰。**1、十三五期间，公司通过大刀阔斧的改革，品牌实现价值复兴，产品聚焦五大单品，专营公司模式运转良好，过往的扎实工作积蓄起强大的发展势能，为将来发展奠定坚实基础。 2、受益于千元价格带扩容和潜力市场加速布局，国窖将延续量价齐升高质量增长，并引领产品结构加速升级；与此同时，通过十三五期间的全面梳理和重构，十四五期间泸州老窖品牌将进入全力奋发的新阶段，双轮驱动下高质量发展动力充足。3、公司有望实施中长期激励政策，以此促进企业加快发展；在此基础上，公司积极推进薪酬体系改革，构建市场化的薪酬体系，充分调动管理层积极性。与此同时，公司通过高质量的选拔更迭机制，积极提拔青年才干进入管理层；薪酬改革和人才选拔稳步推进，进一步强化管理优势，提升整体竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 5.38 元、6.64 元、7.98 元，对应动态估值 44 倍、36 倍、30 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场开拓或不及预期。

| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（亿元） | 166.53 | 204.71 | 240.43 | 277.21 |
| 增长率 | 5.28% | 22.93% | 17.45% | 15.30% |
| 归属母公司净利润（亿元） | 60.06 | 78.81 | 97.20 | 116.92 |
| 增长率 | 29.38% | 31.23% | 23.33% | 20.28% |
| 每股收益 EPS（元） | 4.10 | 5.38 | 6.64 | 7.98 |
| 净资产收益率 ROE | 25.70% | 28.11% | 28.77% | 28.82% |
| PE | 58 | 44 | 36 | 30 |
| PB | 14.91 | 12.43 | 10.31 | 8.59 |

*数据来源：Wind，西南证券*

### 西南证券研究发展中心


分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn


### 相对指数表现

*数据来源：聚源数据*

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 14.65 |
| 流通 A 股(亿股) | 14.64 |
| 52 周内股价区间(元) | 91.12-313.99 |
| 总市值(亿元) | 3,455.94 |
| 总资产(亿元) | 371.08 |
| 每股净资产(元) | 17.22 |

### 相关研究

1. 泸州老窖（000568）：国窖稳健增长，薪酬改革激发经营活力 (2021-04-30)
2. 泸州老窖（000568）：结构升级&控费良好，驱动业绩高增长 (2021-03-30)
3. 泸州老窖（000568）：产品结构升级和费用率下降带动业绩高增长 (2020-10-29)
4. 泸州老窖（000568）：国窖恢复良好，中低端酒短期承压 (2020-08-28)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（亿元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 166.53 | 204.71 | 240.43 | 277.21 |
| 营业成本 | 28.23 | 31.44 | 34.85 | 37.15 |
| 营业税金及附加 | 22.24 | 25.59 | 30.05 | 34.65 |
| 销售费用 | 30.91 | 36.85 | 39.67 | 42.97 |
| 管理费用 | 8.44 | 9.83 | 10.82 | 11.64 |
| 财务费用 | -1.32 | 0.12 | 0.14 | 0.17 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 2.01 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 79.59 | 102.88 | 126.89 | 152.63 |
| 其他非经营损益 | -0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **利润总额** | 79.39 | 102.88 | 126.89 | 152.63 |
| 所得税 | 19.81 | 24.69 | 30.45 | 36.63 |
| 净利润 | 59.59 | 78.19 | 96.44 | 116.00 |
| 少数股东损益 | -0.47 | -0.62 | -0.76 | -0.92 |
| 归属母公司股东净利润 | 60.06 | 78.81 | 97.20 | 116.92 |

| 现金流量表（亿元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 59.59 | 78.19 | 96.44 | 116.00 |
| 折旧与摊销 | 3.09 | 6.27 | 6.81 | 7.22 |
| 财务费用 | -1.32 | 0.12 | 0.14 | 0.17 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营营运资本变动 | -8.18 | 10.61 | 13.60 | 17.15 |
| 其他 | -4.01 | -2.00 | -2.00 | -2.00 |
| **经营活动现金流净额** | 49.16 | 93.19 | 114.98 | 138.54 |
| 资本支出 | -2.32 | -3.50 | -4.80 | -6.00 |
| 其他 | -19.42 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| **投资活动现金流净额** | -21.74 | -1.50 | -2.80 | -4.00 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | -23.29 | -30.03 | -39.41 | -48.60 |
| 其他 | 14.12 | -2.71 | -0.14 | -0.17 |
| **筹资活动现金流净额** | -9.17 | -32.73 | -39.55 | -48.77 |
| **现金流量净额** | 18.16 | 58.96 | 72.63 | 85.77 |

| 资产负债表（亿元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 116.25 | 175.21 | 247.84 | 333.61 |
| 应收和预付款项 | 34.11 | 39.00 | 45.81 | 53.37 |
| 存货 | 46.96 | 52.29 | 57.95 | 61.79 |
| 其他流动资产 | 1.58 | 2.33 | 2.59 | 3.04 |
| 长期股权投资 | 24.78 | 24.78 | 24.78 | 24.78 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 88.98 | 88.42 | 88.39 | 89.05 |
| 无形资产和开发支出 | 26.57 | 24.37 | 22.39 | 20.52 |
| 其他非流动资产 | 10.87 | 10.87 | 10.87 | 10.86 |
| **资产总计** | 350.09 | 417.26 | 500.62 | 597.01 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 52.77 | 90.61 | 115.99 | 144.45 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 65.51 | 48.53 | 49.47 | 50.01 |
| **负债合计** | 118.27 | 139.14 | 165.47 | 194.46 |
| 股本 | 14.65 | 14.65 | 14.65 | 14.65 |
| 资本公积 | 37.23 | 37.23 | 37.23 | 37.23 |
| 留存收益 | 177.01 | 225.80 | 283.59 | 351.91 |
| 归属母公司股东权益 | 230.75 | 277.67 | 335.47 | 403.78 |
| 少数股东权益 | 1.07 | 0.45 | -0.31 | -1.23 |
| **股东权益合计** | 231.82 | 278.12 | 335.15 | 402.55 |
| 负债和股东权益合计 | 350.09 | 417.26 | 500.62 | 597.01 |

| 财务分析指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 5.28% | 22.93% | 17.45% | 15.30% |
| 营业利润增长率 | 30.07% | 29.26% | 23.33% | 20.28% |
| 净利润增长率 | 28.35% | 31.23% | 23.33% | 20.28% |
| EBITDA 增长率 | 33.78% | 34.31% | 22.48% | 19.56% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 83.05% | 84.64% | 85.51% | 86.60% |
| 三费率 | 22.83% | 22.86% | 21.06% | 19.76% |
| 净利率 | 35.78% | 38.20% | 40.11% | 41.85% |
| ROE | 25.70% | 28.11% | 28.77% | 28.82% |
| ROA | 17.02% | 18.74% | 19.26% | 19.43% |
| ROIC | 48.76% | 59.12% | 79.38% | 107.26% |
| EBITDA/销售收入 | 48.86% | 53.38% | 55.67% | 57.72% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.52 | 0.53 | 0.52 | 0.51 |
| 固定资产周转率 | 3.96 | 2.77 | 2.92 | 3.20 |
| 应收账款周转率 | 1681.96 | 3849.45 | 2828.41 | 3072.53 |
| 存货周转率 | 0.68 | 0.63 | 0.63 | 0.62 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 103.18% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 33.78% | 33.35% | 33.05% | 32.57% |
| 带息债务/总负债 | 33.72% | 28.66% | 24.10% | 20.51% |
| 流动比率 | 2.57 | 2.73 | 2.84 | 2.94 |
| 速动比率 | 1.96 | 2.20 | 2.38 | 2.54 |
| 股利支付率 | 38.78% | 38.10% | 40.54% | 41.57% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 4.10 | 5.38 | 6.64 | 7.98 |
| 每股净资产 | 15.83 | 18.99 | 22.88 | 27.48 |
| 每股经营现金 | 3.36 | 6.36 | 7.85 | 9.46 |
| 每股股利 | 1.59 | 2.05 | 2.69 | 3.32 |

| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 81.36 | 109.27 | 133.84 | 160.02 |
| PE | 57.54 | 43.85 | 35.55 | 29.56 |
| PB | 14.91 | 12.43 | 10.31 | 8.59 |
| PS | 20.75 | 16.88 | 14.37 | 12.47 |
| EV/EBITDA | 41.42 | 30.29 | 24.19 | 19.69 |
| 股息率 | 0.67% | 0.87% | 1.14% | 1.41% |

*数据来源：Wind，西南证券*

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 地区销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 地区销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| 广深 | 林芷豌 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |