

2021年12月22日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

泸州老窖 (000568) : 复兴进行时，国窖持续引领

推荐 (首次)

投资要点

分析师：孙山山
执业证书编号：S1050521110005
邮箱：sunss@cfsc.com.cn

基本数据 2021-12-22

当前股价 (元)	252.28
总市值 (亿元)	3,695.3
总股本 (百万股)	1,464.8
流通股本 (百万股)	1,464.2
52周价格范围 (元)	160.53-327.66
日均成交额 (百万元)	3,523.2

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 三季度报稳增长，盈利能力稳提升

公司2021Q1-Q3营收141.1亿元，同增22%；归母净利润62.76亿元，同增30%；其中2021Q3营收47.93亿元，同增21%，收入增速环比2021Q2加速，重回两位数增长；归母净利润20.49亿元，同增28%，继续保持稳增长。2021Q3末合同负债为19.1亿元，环比增加5.0亿元，同增6.7亿，蓄水池效应明显。毛利率2021Q1-Q3为86.30%，同增2.8pct；其中2021Q3为87.51%，同增0.6pct，系产品结构持续优化所致；净利率2021Q1-Q3为44.57%，同增3.3pct；2021Q3净利率42.21%，同增2.73pct，系毛利率提升及销售费用率下降所致。

■ 完善产品矩阵，股权激励助力大步向前

公司于10月中旬推出泸州老窖1952，定价899元，补充国窖和窖龄90年之间的空白价格带，进一步丰富产品矩阵，我们预计该产品将放入国窖体系内。当前公司双品牌运作，国窖1573和泸州老窖并驾齐驱，品牌力打造非一日之功，需持续不断对目标群体进行培育。

此外，公司于12月2日获泸州国资委批复同意公司于9月27日发布的股权激励方案，标志公司股权激励取得重要进展。该方案包括董事、高管、中层管理人员及核心骨干人员不超过521人，拟授予的限制性股票数量不超过883.46万股；其中高管授予股份6.28-9.59万股不等，业务骨干平均持股1.42万股，授予价格为92.71元/股（方案公布日股价为186.4元/股），考核条件为三点：1、2021-2023年净资产收益率不低于22%，且不低于对标企业75分位值；2、相较2019年，2021-2023年净利润增长率不低于对标企业75分位值；3、2021-2023年成本费用占营业收入比例不高于65%。该方案具有较大挑战，对公司高质量增长提出更高要求，提升核心骨干积极性，对建立健全公司激励机制具有重要意义。公司目前正从过去以投放费用获得高增长方式向依靠品牌拉力获得高增长方式进行转型，品牌力持续提升。

■ 复兴进行时，未来五大看点

未来公司五大看点：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%。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。

■ 盈利预测

当前公司全国化持续推进，重回前三目标不变，人才梯队逐步年轻化，十四五奋力挺进前三。我们预计2021-2023年EPS为5.25/6.66/8.03元，当前股价对应PE分别为48/38/31倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、国窖增长不及预期、省外扩张不及预期等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	16,653	20,329	24,669	29,641
增长率（%）	15.5%	22.1%	21.3%	20.2%
归母净利润（百万元）	6,006	7,687	9,757	11,761
增长率（%）	29.4%	28.0%	26.9%	20.5%
摊薄每股收益（元）	4.10	5.25	6.66	8.03
ROE（%）	25.9%	27.6%	29.1%	29.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	16,653	20,329	24,669	29,641
现金及现金等价物	11,625	16,331	22,161	28,689	营业成本	2,823	3,243	3,797	4,434
应收款	127	156	169	187	营业税金及附加	2,224	2,236	2,689	3,201
存货	4,696	5,104	5,331	5,857	销售费用	3,091	3,456	3,947	4,980
其他流动资产	3,442	3,659	4,194	4,743	管理费用	844	1,016	1,159	1,334
流动资产合计	19,890	25,251	31,854	39,476	财务费用	-132	130	113	93
非流动资产:					研发费用	86	105	127	153
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	3,889	4,708	5,347	6,560
固定资产	6,886	7,634	7,608	7,294	资产减值损失	0	-8	-5	-3
在建工程	2,012	805	322	129	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,657	2,652	2,519	2,387	投资收益	201	0	0	0
长期股权投资	2,478	2,478	2,478	2,478	营业利润	7,959	10,150	12,842	15,449
其他非流动资产	1,087	1,087	1,087	1,087	加: 营业外收入	33	37	42	45
非流动资产合计	15,120	14,655	14,014	13,374	减: 营业外支出	53	62	50	45
资产总计	35,009	39,906	45,868	52,850	利润总额	7,939	10,125	12,834	15,449
流动负债:					所得税费用	1,981	2,430	3,067	3,677
短期借款	0	0	0	0	净利润	5,959	7,695	9,766	11,772
应付账款、票据	2,726	3,003	3,198	3,347	少数股东损益	-47	8	10	12
其他流动负债	5,022	5,022	5,022	5,022	归母净利润	6,006	7,687	9,757	11,761
流动负债合计	7,748	8,025	8,220	8,369					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	3,988	3,988	3,988	3,988	成长性				
其他非流动负债	92	92	92	92	营业收入增长率	15.5%	22.1%	21.3%	20.2%
非流动负债合计	4,080	4,080	4,080	4,080	归母净利润增长率	29.4%	28.0%	26.9%	20.5%
负债合计	11,827	12,104	12,300	12,449	盈利能力				
所有者权益					毛利率	83.0%	84.0%	84.6%	85.0%
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	四项费用/营收	23.4%	23.2%	21.7%	22.1%
股东权益	23,182	27,802	33,568	40,401	净利率	35.8%	37.9%	39.6%	39.7%
负债和所有者权益	35,009	39,906	45,868	52,850	ROE	25.9%	27.6%	29.1%	29.1%
					偿债能力				
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	资产负债率	33.8%	30.3%	26.8%	23.6%
净利润	5959	7695	9766	11772	营运能力				
少数股东权益	-47	8	10	12	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
折旧摊销	308	592	642	633	应收账款周转率	131.0	130.4	146.0	158.7
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	0.6	1.1	1.2	1.3
营运资金变动	-1303	-932	-970	-1242	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	4916	7917	9840	11473	EPS	4.10	5.25	6.66	8.03
投资活动现金净流量	-2174	459	509	507	P/E	61.5	48.1	37.9	31.4
筹资活动现金净流量	1965	-3075	-4000	-4939	P/S	22.2	18.2	15.0	12.5
现金流量净额	4,706	5,301	6,348	7,040	P/B	16.0	13.3	11.0	9.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 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，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。