

强烈推荐-A (维持)

泸州老窖 000568.SZ

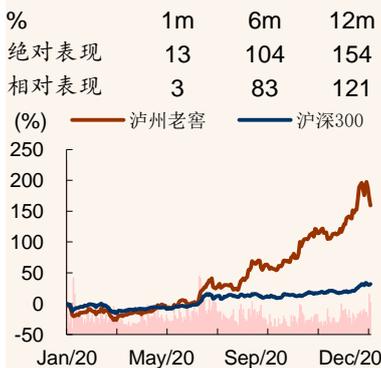
目标估值: NA
 当前股价: 232.01 元
 2021年01月19日

确定性成长性兼具，波动中买入优质资产

基础数据

上证综指	3596
总股本 (万股)	146475
已上市流通股 (万股)	146431
总市值 (亿元)	3398
流通市值 (亿元)	3397
每股净资产 (MRQ)	14.9
ROE (TTM)	25.9
资产负债率	29.8%
主要股东	泸州老窖集团有限责
主要股东持股比例	26.02%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《泸州老窖 (000568) — 高端国窖引领，业绩大幅超预期》2020-10-29
- 2、《泸州老窖 (000568) — 国窖持续发力，业绩超出预期》2020-08-28
- 3、《泸州老窖 (000568) — 经营逐步向好，两大单品挺价》2020-07-01

杨勇胜

yangys5@cmschina.com.cn
 S1090514060001

于佳琦

yujiaqi@cmschina.com.cn
 S1090518090005

李泽明

lizeming@cmschina.com.cn
 S1090519020001

公司十三五顺利完成五大战略目标，疫情之下实现逆势增长顺利收官。十四五由守转攻，挺价彰显决心。茅台价格高位打开空间，国窖 3-5 年量价齐升趋势仍较为确定。根据公司业绩预告，20 年利润同比增长 20.0%-30.0%，21 年再笼疫情迷雾，期待公司继续穿越周期。高端白酒板块经过 12-1 月快涨后，资金松动估值回落，为再买入核心资产贡献良机，重申“强烈推荐-A”评级。

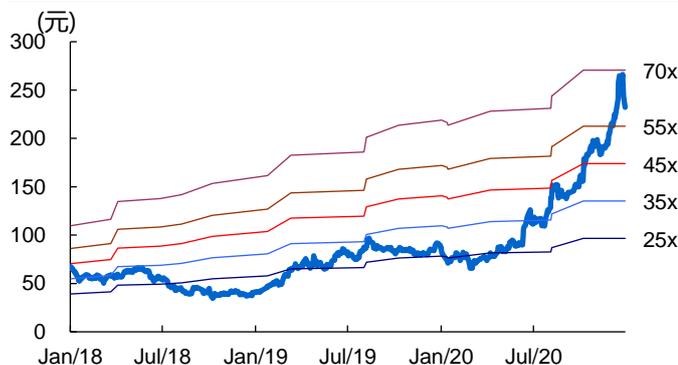
- 市场担忧疫情二次发酵，情绪影响资金松动，但正贡献买入良机。一方面前期快涨后资金获利心态导致松动，另外公司在疫情反复较为严重的河北等区域占比相对大，导致市场担忧老窖基本面。我们的基本判断:1) 疫情严重程度大概率不会超过 20 年，20 年公司业绩增长约 20%，2) 国窖整体礼赠属性相对弱，开瓶率相对高，人口流动阻隔影响相对小。春节在区域市场消费很难消失，尽管部分大型宴席受限，但总体影响不致过大。3) 老窖看 3-5 年正当全国化布局时点，费效比有优化空间，这值得我们忽略个别月份数据，如果回调更值得左侧布局买入。
- 3-5 年战略清晰，有望持续维持量价齐升。公司十三五在行业中调整站稳阵脚，梳理了清晰的“双品牌、三品系、五大单品”品牌架构。十四五由守专攻，战略定力仍然较强。2021 年作为“十四五”开局发展之年，公司提出“精细化管理增效益，开局‘十四五’；精准营销拓市场，跨越两百亿”的发展主题。我们判断作为高端白酒，老窖继续享有行业高个位数增长的价格贡献，目前频出的价格策略也不断验证逻辑，由于前期高费用投入积淀，部分区域具有释放品牌势能潜质，有望带来量的抬升和规模效应的体现。公司保持（国窖、特曲）挺价策略，不断提升服务终端强化动销能力，体现了较强的战略定力。
- 逐步进入备货状态，模式优势保障渠道稳定。公司在不同地区引入不同的渠道模式（如久泰），但殊途同归，皆旨在绑定核心经销商，通过分红、模糊费用管理来保障渠道利润。与此同时，公司也更加注重销售团队的培养，提升自己团队服务终端的能力，减少对经销商依赖。目前春节备货正常进行，渠道反馈批价较为稳定，库存合理，尽管提价较快，模式优势保障了渠道经营稳定顺畅。
- 投资建议：确定性成长性兼具，波动中买入优质资产，重申“强烈推荐-A”评级。公司十三五顺利完成五大战略目标，疫情之下实现逆势增长顺利收官。十四五由守转攻，挺价彰显决心。茅台价格高位打开空间，国窖 3-5 年量价齐升趋势仍较为稳定。根据公司业绩预告，预计 20 年利润同比增长 20.0%-30.0%，21 年再笼疫情迷雾，期待公司继续穿越周期。高端白酒板块经过 12-1 月快涨后，资金松动估值回落，为再买入核心资产贡献良机，重申“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：需求下行、高端竞品压制、中低档酒竞争激烈。

表 1: 泸州老窖单季度利润表

单位: 百万元	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	18A	19A
一、营业总收入	3793	4169	3844	3464	4340	3552	4082	3964	13055	15817
二、营业总成本	2863	2172	2290	2112	3349	1291	2172	1960	8500	9921
其中: 营业成本	797	869	757	546	893	467	920	519	2934	3065
营业税金及附加	546	481	546	343	605	210	470	556	1606	1976
营业费用	1310	706	833	1066	1581	486	626	674	3393	4186
管理费用	234	152	188	197	291	162	198	199	722	829
研发费用	28	10	12	17	33	11	21	17	62	72
财务费用	-50	-51	-46	-56	-53	-50	-58	-6	-215	-205
资产减值损失	-2	5	0	0	0	0	0	0	-2	0
三、其他经营收益	19	51	64	35	77	47	68	64	122	226
其他收益	12	2	15	7	20	9	2	2.68	24	44
公允价值变动收	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	49	48	28	30	38	66	62	98	155
四、营业利润	949	2048	1617	1386	1068	2309	1978	2069	4677	6122
加: 营业外收入	6	5	13	13	14	3	8	21	31	44
减: 营业外支出	22	1	4	43	11	21	19	5	50	60
五、利润总额	933	2052	1626	1356	1070	2291	1967	2085	4659	6106
减: 所得税	240	498	400	319	245	565	469	520	1148	1462
六、净利润	693	1554	1225	1037	826	1726	1498	1565	3510	4645
减: 少数股东损益	-42	40	-10	-9	-21	19	-15	-30	25	0
七、归属母公司所有	735	1515	1235	1046	847	1707	1513	1595	3486	4644
EPS	0.50	1.03	0.84	0.71	0.58	1.17	1.03	1.14	2.38	3.17
主要比率										
毛利率	79.0%	79.2%	80.3%	84.2%	79.4%	86.9%	77.5%	86.9%	77.5%	80.6%
主营税金率	14.4%	11.5%	14.2%	9.9%	13.9%	5.9%	11.5%	14.0%	12.3%	12.5%
营业费率	34.5%	16.9%	21.7%	30.8%	36.4%	13.7%	15.3%	17.0%	26.0%	26.5%
管理费率	6.2%	3.7%	4.9%	5.7%	6.7%	4.6%	4.8%	5.0%	5.5%	5.2%
营业利润率	25.0%	49.1%	42.1%	40.0%	24.6%	65.0%	48.5%	52.2%	35.8%	38.7%
实际税率	25.7%	24.3%	24.6%	23.5%	22.9%	24.7%	23.8%	24.9%	24.6%	23.9%
净利率	19.4%	36.3%	32.1%	30.2%	19.5%	48.1%	37.1%	40.2%	26.7%	29.4%
YOY										
收入增长率	21.8%	23.7%	26.0%	21.9%	14.4%	-14.8%	6.2%	14.5%	25.6%	21.2%
营业利润增长率	30.6%	37.2%	31.9%	39.0%	12.6%	12.7%	22.3%	49.4%	36.4%	30.9%
净利润增长率	31.1%	43.1%	36.0%	35.5%	15.3%	12.7%	22.5%	52.7%	36.3%	33.2%

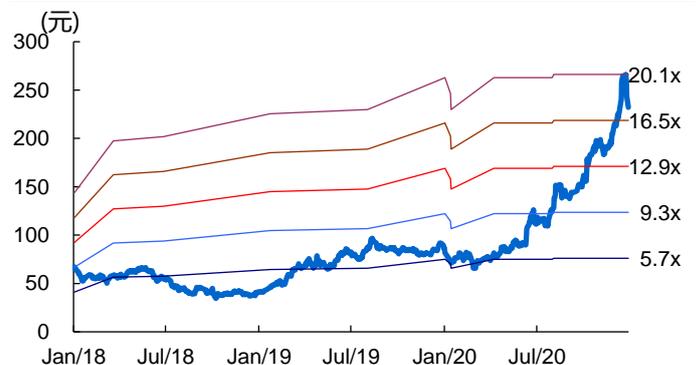
资料来源: 公司报表, 招商证券

图 2: 泸州老窖历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

图 3: 泸州老窖历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

参考报告:

- 1、《泸州老窖（000568）—国窖持续发力，业绩超出预期》2020-08-28
- 2、《泸州老窖（000568）—经营逐步向好，两大单品挺价》2020-07-01
- 3、《泸州老窖（000568）—配额恢复在即，关注修复机会》2020-05-12
- 4、《泸州老窖（000568）—不设目标，奋力前行》2020-04-29
- 5、《泸州老窖（000568）—荣耀复兴进行曲：路径、展望与投资机会》2019-11-21

再次建议阅读本篇泸州老窖深度报告，详细梳理泸州老窖本轮复兴的三大条件和成功要点，展望未来发展路径，并从产业视角提出建议与投资机会！

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	15494	16314	18582	23598	29274
现金	9367	9754	12689	17179	22423
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2388	0	0	0	0
应收款项	10	18	9	10	12
其它应收款	167	160	165	190	212
存货	3230	3641	2916	3010	3057
其他	331	2741	2802	3208	3569
非流动资产	7110	12606	13026	13395	13718
长期股权投资	2091	2231	2231	2231	2231
固定资产	1029	1517	1970	2369	2719
无形资产	232	332	299	269	242
其他	3758	8526	8526	8526	8526
资产总计	22605	28920	31608	36992	42991
流动负债	5415	6787	5975	6081	6135
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1292	1869	1500	1548	1572
预收账款	1604	2244	1801	1859	1889
其他	2519	2674	2674	2674	2674
长期负债	65	2578	2578	2578	2578
长期借款	0	0	0	0	0
其他	65	2578	2578	2578	2578
负债合计	5481	9365	8553	8659	8713
股本	1465	1465	1465	1465	1465
资本公积金	3717	3723	3723	3723	3723
留存收益	11783	14219	17719	22997	28942
少数股东权益	160	148	148	149	149
归属于母公司所有者权益	16965	19407	22907	28185	34129
负债及权益合计	22605	28920	31608	36992	42991

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4298	4842	5618	6563	7638
净利润	3486	4642	5829	7027	8053
折旧摊销	164	167	219	271	317
财务费用	64	138	(65)	(94)	(132)
投资收益	(98)	(155)	(226)	(226)	(226)
营运资金变动	682	289	(133)	(422)	(379)
其它	(0)	(239)	(6)	6	6
投资活动现金流	(1465)	(4551)	(418)	(418)	(418)
资本支出	(1468)	(4605)	(644)	(644)	(644)
其他投资	3	55	226	226	226
筹资活动现金流	(1917)	93	(2264)	(1655)	(1976)
借款变动	(475)	(341)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	173	6	0	0	0
股利分配	(1831)	(2270)	(2329)	(1749)	(2108)
其他	216	2699	65	94	132
现金净增加额	916	384	2936	4490	5244

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13055	15817	16375	18831	21024
营业成本	2934	3065	2460	2539	2579
营业税金及附加	1606	1976	2041	2346	2612
营业费用	3393	4186	3524	3929	4385
管理费用	722	829	870	966	1062
研发费用	62	72	74	85	95
财务费用	(215)	(205)	(65)	(94)	(132)
资产减值损失	2	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	24	44	44	44	44
投资收益	98	182	182	182	182
营业利润	4677	6119	7695	9286	10648
营业外收入	31	44	44	44	44
营业外支出	50	60	60	60	60
利润总额	4659	6104	7679	9270	10632
所得税	1148	1462	1850	2243	2579
少数股东损益	25	0	0	0	0
归属于母公司净利润	3486	4642	5829	7027	8053

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	26%	21%	4%	15%	12%
营业利润	36%	31%	26%	21%	15%
净利润	36%	33%	26%	21%	15%
获利能力					
毛利率	77.5%	80.6%	85.0%	86.5%	87.7%
净利率	26.7%	29.3%	35.6%	37.3%	38.3%
ROE	20.5%	23.9%	25.4%	24.9%	23.6%
ROIC	19.5%	22.8%	24.9%	24.4%	23.1%
偿债能力					
资产负债率	24.2%	32.4%	27.1%	23.4%	20.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.9	2.4	3.1	3.9	4.8
速动比率	2.3	1.9	2.6	3.4	4.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9
应收帐款周转率	5.3	13.1	1197.0	1930.0	1903.0
应付帐款周转率	2.9	1.9	1.5	1.7	1.7
每股资料 (元)					
EPS	2.38	3.17	3.98	4.80	5.50
每股经营现金	2.93	3.31	3.84	4.48	5.21
每股净资产	11.58	13.25	15.64	19.24	23.30
每股股利	1.55	1.59	1.19	1.44	1.65
估值比率					
PE	97.5	73.2	58.3	48.4	42.2
PB	20.0	17.5	14.8	12.1	10.0
EV/EBITDA	72.7	55.3	42.8	35.5	31.0

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，8 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，3 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，3 年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名，2019 年新财富最佳分析师第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。