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 03 月 30 日

高档酒增长支撑 20Q4 业绩略超预期，21Q1 仍值得期待

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

事项：

3 月 29 日，公司发布 2020 年业绩快报，2020 年公司实现营业总收入 166.53 亿元，同比增长 5.28%；实现归母净利润 60.06 亿元，同比增长 29.39%，快速增长主要系高档酒销售收入增长、整体毛利率上升以及销售费用下降所致。

国信食品饮料观点：1）2020 年及 2020Q4 业绩略超市场预期，高档酒增长拉升整体毛利率为主因。未来随着高档产品提价及占比提升，利润率稳中有升将进一步支撑业绩高增；2）21 年春节国窖发货动销两旺，开门红顺利实现，2021Q1 业绩高增可期。2021Q1 国窖/特曲回款增速约 30%+/20%，叠加今年初提价效应，2021Q1 公司业绩或存在进一步超预期可能；3）国窖品牌力日盛，特曲品牌回归进行时，中长期看公司业绩兼具成长性和弹性；4）投资建议：短期看，2021Q1 在春节开门红顺利完成下业绩高增亦可期。长期看，公司高端品牌力日盛，品牌、渠道、产品及管理层经验等多方面造就的护城河深厚，将长期受益于高端酒扩容及量价齐升，业绩兼具确定性和弹性。预计公司 2021-2022 年归母净利润为 74.29/90.80 亿元，对应 EPS 为 5.07/6.20 元，当前股价对应 PE 为 44/36x，当前估值已相对具备性价比优势，维持“买入”评级。

评论：

■ 2020 年及 2020Q4 业绩略超市场预期，高档酒增长拉升整体毛利率为主因

2020 年公司实现营业总收入 166.53 亿元，同比增长 5.28%；实现归母净利润 60.06 亿元，同比增长 29.39%。其中，2020Q4 公司实现营业总收入 50.54 亿元，同比增长 16.45%；实现归母净利润 11.91 亿元，同比增长 40.63%，略超我们此前预期。公司利润增速远高于收入增速、业绩保持快速增长主要得益于高档酒发货动销两旺带来的产品结构升级及毛利率提升，同时也与销售费用下降有关。经测算，2020 年净利率同比提升 6.72pct 至 36.07%，2020Q4 毛利率同比提升 4.05pct 至 23.56%，未来随着高档产品提价及占比提升，利润率稳中有升将进一步支撑业绩高增。

■ 2021 年春节国窖发货动销两旺，开门红顺利实现，2021Q1 业绩高增可期

据渠道反馈，当前经销商全年回款任务完成率在 50%左右，渠道打款发货进度正常。淡季控货挺价下，各地国窖批价已逐步升至 880-910 元左右，库存在 1 个月内，后续在茅五批价抬升打开价格空间的背景下和公司逐步取消返利政策的推动下，预计批价将延续稳步上行趋势，年内有望实现顺价销售。此外特曲春节期间回款表现良好，动销也有所恢复，目前终端成交价在 280 元左右，后续终端成交价将进一步上调至 400 元以上。春节期间国窖终端动销保持良好，2021Q1 国窖/特曲回款增速约 30%+/20%，叠加今年初提价效应，2021Q1 公司业绩高增可期，同时或存在进一步超预期可能。

■ **国窖品牌力日盛，特曲品牌回归进行时，中长期看公司业绩兼具成长性和弹性**

公司此前提出“十四五”规划目标，2025 年公司销售口径收入突破 400 亿元，其中 2022 和 2025 年国窖销售口径收入分别突破 200 亿元和 300 亿元，对应 2020-2022 和 2020-2025 年 CAGR 分别为 24%和 18%。分品牌看，目前国窖品牌力日盛，动销持续高增，千元价格带优势逐步稳固。特曲品牌回归进行时，动销逐步恢复，后续将发力次高端价格带，配合国窖实现双轮驱动。分区域看，公司在局部市场深耕效果也已初步验证，以河南为代表的中原市场 2020 年表现突出后劲十足，渠道精耕下终端自主动销和消费者自主购买的氛围加强。未来随着样板市场的精耕复制，有望推动国窖长期快速增长，持续享受高端酒扩容红利。

■ **投资建议：维持“买入”评级**

公司 2020 年及 2020Q4 业绩略超市场预期，2021Q1 在春节开门红顺利完成下业绩高增亦可期。公司高端品牌力日盛，品牌、渠道、产品及管理层经验等多方面造就的护城河深厚，将长期受益于高端酒扩容及量价齐升，业绩兼具确定性和弹性。公司 2021-2022 年归母净利润为 74.29/90.80 亿元，对应 EPS 为 5.07/6.20 元，当前股价对应 PE 为 44/36x，当前估值已相对具备性价比优势，维持“买入”评级。

■ **风险提示**

1、宏观经济波动、海外疫情反复等系统性风险；2、提价可能低于预期等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	9754	9754	9754	9754
应收款项	132	1687	2044	2415
存货净额	3641	3214	3269	3613
其他流动资产	2786	2934	3556	4201
流动资产合计	16314	17587	18623	19983
固定资产	8776	13335	17877	22054
无形资产及其他	332	319	306	292
投资性房地产	1267	1267	1267	1267
长期股权投资	2231	2404	2560	2716
资产总计	28920	34912	40632	46312
短期借款及交易性金融负债	0	4366	5647	6067
应付款项	1869	1271	1452	1648
其他流动负债	4918	4223	4872	5519
流动负债合计	6787	9860	11971	13234
长期借款及应付债券	2491	2491	2491	2491
其他长期负债	87	93	99	110
长期负债合计	2578	2584	2589	2601
负债合计	9365	12444	14560	15835
少数股东权益	148	148	148	148
股东权益	19407	22320	25924	30329
负债和股东权益总计	28920	34912	40632	46312

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	3.17	4.10	5.07	6.20
每股红利	1.63	2.11	2.61	3.19
每股净资产	13.25	15.24	17.70	20.71
ROIC	25%	25%	24%	25%
ROE	24%	27%	29%	30%
毛利率	81%	83%	85%	86%
EBIT Margin	36%	46%	46%	48%
EBITDA Margin	37%	49%	52%	54%
收入增长	21%	5%	21%	18%
净利润增长率	33%	29%	24%	22%
资产负债率	33%	36%	36%	35%
息率	0.7%	0.9%	1.2%	1.4%
P/E	70.8	54.7	44.3	36.2
P/B	16.9	14.7	12.7	10.8
EV/EBITDA	57.0	41.7	33.0	27.0

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15817	16652	20184	23845
营业成本	3065	2864	3028	3410
营业税金及附加	1976	2082	2523	2981
销售费用	4186	3164	4239	4888
管理费用	829	871	1022	1194
财务费用	(205)	(141)	(300)	(480)
投资收益	155	130	128	138
资产减值及公允价值变动	0	1	1	0
其他收入	(1)	0	0	0
营业利润	6119	7944	9801	11991
营业外净收支	(15)	(9)	(9)	(9)
利润总额	6104	7934	9791	11981
所得税费用	1462	1928	2362	2901
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	4642	6006	7429	9080

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4642	6006	7429	9080
资产减值准备	3	4	2	2
折旧摊销	167	515	1043	1407
公允价值变动损失	0	(1)	(1)	(0)
财务费用	(205)	(141)	(300)	(480)
营运资本变动	452	(2555)	(198)	(504)
其它	(3)	(4)	(2)	(1)
经营活动现金流	5262	3965	8274	9984
资本开支	(4904)	(5066)	(5572)	(5572)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(5043)	(5239)	(5729)	(5729)
权益性融资	4	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(2390)	(3093)	(3825)	(4676)
其它融资现金流	4944	4366	1280	420
融资活动现金流	168	1273	(2545)	(4255)
现金净变动	386	0	0	0
货币资金的期初余额	9367	9754	9754	9754
货币资金的期末余额	9754	9754	9754	9754
企业自由现金流	97	(1299)	2384	3951
权益自由现金流	5042	3252	3613	4290

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《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
《泸州老窖-000568-2019 年三季报点评：盈利稳步提升，百亿后续攀高峰》 ——2019-10-31
《泸州老窖-000568-2019 年中报点评：业绩符合预期，中高端增长强劲》 ——2019-08-29
《泸州老窖-000568-2018 年报及 2019 年一季报点评：业绩超预期，高档酒增长靓丽》 ——2019-04-26

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 ±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 ±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