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 01 月 12 日

国窖量价齐升贡献业绩增长，期待 2021 春节开门红

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：

1 月 12 日，公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年公司归母净利润为 55.7 亿元-60.3 亿元，同比增长 20%-30%，基本每股收益 3.80 元/股-4.12 元/股。

国信食品饮料观点：1）2020 年业绩范围符合预期，国窖量价齐升贡献主要增长。预计全国国窖双位数增长，提价叠加产品结构优化下带动公司业绩上行；2）春节开门红可期，2021 年转守为攻打好十四五首战胜利。公司当前渠道库存低位，批价稳中有升，经销商打款积极有望确保一季度顺利实现开门红。同时公司 2021 年转守为攻，期待主动积极调整之下实现十四五首站胜利；3）国窖发展路线清晰，2025 年剑指 300 亿+；4）投资建议：短期公司一季度开门红确定性高，2021 年转受为攻动作积极值得期待。中长期看，公司主力产品国窖 1573 将持续保持量价齐升的状态，品牌力仍在上升通道中，同时泸州老窖特曲等品牌正逐步发力，打造次高端核心单品，有望实现双轮驱动。继续维持此前盈利预测，预计 20-22 年归母净利润 58.91/70.86/82.34 亿元，对应 EPS 为 4.02/4.84/5.62 元，对应当前股价 PE 为 61/51/44X，维持“买入”评级。

评论：

■ 2020 年业绩范围符合预期，国窖量价齐升贡献主要增长

公司预计 2020 年归母净利润为 55.7 亿元-60.3 亿元，同比增长 20%-30%，2020Q4 净利润为 7.55 亿元-12.20 亿元，同比增速为-10.86%至 44.04%。 我们此前预计公司 2020 年归母净利润为 58.91 亿元，同比增长 26.9%，在预告范围内。我们认为公司业绩较快增长主要由国窖量价齐升以及产品结构升级贡献：1）2019 年以来公司 4 次对国窖 1573 提价，直接增厚业绩；2）在二季度公司主动控货后，三季度需求旺季公司加大发货量，全年顺利实现量价齐升；3）国窖占比提升，产品结构进一步改善。2020Q1-Q3 国窖营收增速超 20%，产品销售占比超 60%，预计四季度国窖依然维持双位数增长。同时由于疫情影响，前三季度公司中低端酒销售均两位数下滑，预计四季度有所恢复但全年来看国窖占比提升，拉动毛利率净利率上行。

■ 春节开门红可期，2021 年转守为攻打好十四五首战胜利

根据经销商反馈，国窖 1573 当前批价在 870 元左右，渠道库存在 1 个月左右较低水平，经销商春节打款要求为全年比重的 35%-40%，由于 2020 年任务完成较好当前打款节奏正常。同时 1 月 4 日公司要求国窖 1573 经典装高度团购价建议 1050 元/瓶，零售价建议 1399 元/瓶，低度团购价建议 750 元/瓶，零售价建议 999 元/瓶，产品指导价格的上涨也进一步促进经销商回款，确保 2021 年一季度顺利实现开门红。此外，公司董事长、总经理在公开新年问候中提出，2021

年是十四五发展开局之年，将全力以赴打赢开局之战，坚决夺取泸州老窖由守转攻、扩张发展的首战胜利。我们认为公司过去 5 年成就巨大，国窖成功迈入百亿大单品序列，薄弱市场有序突破，2021 年仍有较好的增长动能。

■ 国窖发展路线清晰，2025 剑指 300 亿+

根据微酒报道，12 月 15 日泸州老窖国窖销售公司经销商大会上公司提出国窖“十四五”发展目标，2022 和 2025 年国窖销售口径收入分别突破 200 亿元和 300 亿元，估算 2020-2022 和 2020-2025 年国窖收入年复合增速约为 24%和 18%。在品牌上，国窖 1573 要坚持“浓香国酒”的品牌定位，并围绕“稳质量、升品牌、提价格、扩规模、增利润”五方面强化这一定位。从中长期看，国窖 1573 仍将持续享受高端酒扩容以及茅台价格向上带来的量价齐升，渠道方面公司深耕局部市场战略见效，可复制性的样板市场的持续精耕有望驱动国窖快速放量增长。

■ 投资建议：维持“买入”评级

公司年报业绩范围符合预期，短期公司一季度开门红确定性高，2021 年转受为攻动作积极值得期待。中长期看，公司主力产品国窖 1573 将持续保持量价齐升的状态，品牌力仍在上升通道中，同时泸州老窖特曲等品牌正逐步发力，打造次高端核心单品，有望实现双轮驱动。继续维持此前盈利预测，预计 20-22 年归母净利润 58.91/70.86/82.34 亿元，对应 EPS 为 4.02/4.84/5.62 元，对应当前股价 PE 为 61/51/44X，维持“买入”评级。

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	132	1689	1946	2201
应收款项	3641	3218	3076	3204
存货净额	2786	2937	3384	3829
其他流动资产	16314	17598	18159	18988
流动资产合计	8776	13335	17877	22054
固定资产	332	319	306	292
无形资产及其他	1267	1267	1267	1267
投资性房地产	2231	2404	2560	2716
长期股权投资	28920	34923	40169	45318
资产总计	0	4342	5751	6388
短期借款及交易性金融负债	1869	1273	1366	1462
应付款项	4918	4312	4613	5023
其他流动负债	6787	9927	11730	12873
流动负债合计	2491	2491	2491	2491
长期借款及应付债券	87	93	99	110
其他长期负债	2578	2584	2589	2601
长期负债合计	9365	12511	14319	15474
负债合计	148	148	148	148
少数股东权益	19407	22264	25701	29696
股东权益	28920	34923	40169	45318
负债和股东权益总计	132	1689	1946	2201

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	3.17	4.02	4.84	5.62
每股红利	1.63	2.07	2.49	2.89
每股净资产	13.25	15.20	17.55	20.27
ROIC	25%	24%	23%	23%
ROE	24%	26%	28%	28%
毛利率	81%	83%	85%	86%
EBIT Margin	36%	45%	46%	47%
EBITDA Margin	37%	48%	52%	54%
收入增长	21%	5%	15%	13%
净利润增长率	33%	27%	20%	16%
资产负债率	33%	36%	36%	34%
息率	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%
P/E	77.9	61.4	51.0	43.9
P/B	18.6	16.2	14.1	12.2
EV/EBITDA	62.6	46.6	37.7	32.3

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15817	16674	19210	21735
营业成本	3065	2868	2882	3108
营业税金及附加	1976	2084	2401	2717
销售费用	4186	3335	4034	4564
管理费用	829	872	974	1089
财务费用	(205)	(145)	(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	7791	9348	10874
营业外净收支	(15)	(9)	(9)	(9)
利润总额	6104	7782	9339	10865
所得税费用	1462	1891	2253	2630
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	4642	5891	7086	8234

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4642	5891	7086	8234
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)	(145)	(300)	(480)
营运资本变动	452	(2475)	(160)	(309)
其它	(3)	(4)	(2)	(1)
经营活动现金流	5262	3930	7968	9332
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)	(3033)	(3649)	(4240)
其它融资现金流	4944	4342	1409	637
融资活动现金流	168	1309	(2239)	(3603)
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	(1337)	2079	3299
权益自由现金流	5042	3190	3434	3847

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