

公司研究/公告点评

2021年01月12日

食品饮料/饮料

投资评级：买入（维持评级）

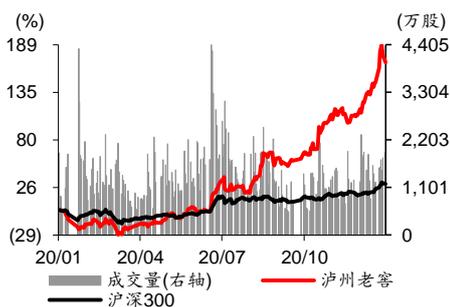
当前价格(元): 246.90  
目标价格(元): 297.00

**龚源月** SAC No. S0570520100001  
研究员 SFC No. BQL737  
gongyuanyue@htsc.com  
**张墨** SAC No. S0570119030032  
联系人 SFC No. BQM965  
zhangmo@htsc.com

相关研究

- 1《泸州老窖(000568 SZ,买入): 毛利率创新高, 业绩快速增长》2020.10
- 2《泸州老窖(000568 SZ,买入): Q2 业绩回暖, 经营态势向好》2020.08
- 3《泸州老窖(000568 SZ,买入): 19 顺利完成计划, 20Q1 短期承压》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 业绩快速增长, 国窖新百亿再出发

## 泸州老窖(000568)

### 2020 年业绩实现较快增长, 国窖新百亿再出发

1月11日公司发布2020年度业绩预告, 预计20年实现归母净利润55.7-60.3亿元, 同比+20%~+30%, 疫情之下20年净利润实现较快增长, 主要系公司核心高端产品国窖1573实现较快增长, 同时费用投放缩减促盈利能力提升, “十三五”圆满收官。春节旺季来临, 核心产品批价保持坚挺, 终端需求较强劲, 我们看好泸州老窖在春节旺季的表现(假定疫情不大范围反弹), 同时十四五目标传递积极信号, 国窖“新百亿”目标明确, 增长势能强劲, 奠定中长期信心, 我们预计公司20-22年EPS为3.99/4.95/5.99元, 维持“买入”评级。

### 产品/渠道齐发力, 市场加速拓展

产品结构持续优化, 国窖1573高端地位稳固, 未来将持续受益于高端酒扩容而实现量价齐升; 特曲逐渐站稳次高端价位带, 有望贡献第二增长极; 20年10月推出全新战略品牌“高光”布局第三增长曲线, 有望引领中低价位产品升级。价格端, 据百荣酒价, 1.11日国窖1573批价890元, 公司通过抬升品牌价值和调整发货节奏成功挺价, 我们预计未来有望站上千元价位带。渠道端, 推进“控盘分利”模式, 完善终端进场方式, 通过提高终端利润率, 形成终端-经销商-厂家的良性循环。市场拓展上, 20年河南会战成效显著, 我们看好未来计划推进的“城市群样板市场打造”计划。

### 十三五实现跨越式发展, 十四五国窖“新百亿”目标明确

泸州老窖在十三五期间实现了较高质量的跨越式发展, 归母净利CAGR为32% (按20年归母净利中枢), 而未来的高目标指引和发展规划则奠定长期发展的信心。根据微酒, 2020.12.15国窖销售公司召开经销商大会, 提出国窖“十四五”发展目标, 销售目标方面, 国窖新销售口径收入目标确定为2022年和2025年分别突破200亿元和300亿元(19年国窖1573销售口径收入突破百亿, 则对应20-22年/23-25年收入CAGR约26%/14.5%)。品牌力方面, 国窖1573要围绕“稳质量、升品牌、提价格、扩规模、增利润”五方面强化“浓香国酒”品牌定位。

### “十四五”增长动能足, 维持“买入”评级

考虑到20年净利增速中枢略低于我们前次预期(前次预测20年归母净利同比+31.6%), 预计与春节错位及淡季控量挺价有关, 小幅下调20年盈利预测, 上调21-22年盈利预测(系我们看好国窖1573未来价格有望坚挺上行、持续放量, 特曲21年有望恢复增长, 新品“高光”有望成为第三增长曲线), 预计20-22年EPS3.99/4.95/5.99元(前值4.17/4.83/5.65元), 参考可比公司21年平均PE54x(Wind一致预期), 20-22年归母净利润CAGR(24%)高于可比均值(18%), 认可给予估值溢价, 给予其21年60xPE, 目标价297.00元(前值193.20元), 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	1,465
流通A股(百万股)	1,464
52周内股价区间(元)	66.51-265.00
总市值(百万元)	361,647
总资产(百万元)	31,367
每股净资产(元)	14.95

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,055	15,817	16,453	20,405	24,571
+/-%	25.60	21.15	4.02	24.03	20.41
归属母公司净利润(百万元)	3,486	4,642	5,851	7,246	8,771
+/-%	36.27	33.17	26.04	23.85	21.04
EPS(元, 最新摊薄)	2.38	3.17	3.99	4.95	5.99
PE(倍)	103.75	77.91	61.81	49.91	41.23

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营收 (百万元)	17,063	20,540	24,121	16,453	20,405	24,571	-3.6%	-0.7%	1.9%
收入增速 (%)	7.9%	20.4%	17.4%	4.0%	24.0%	20.4%	-3.9pct	3.7pct	3.0pct
毛利率 (%)	82.1%	84.4%	85.1%	81.7%	84.4%	85.5%	-0.4pct	-0.1pct	0.3pct
费用率 (%)	24.6%	28.4%	29.6%	24.6%	26.9%	28.1%	0.0pct	-1.5pct	-1.5pct
净利率 (%)	36.1%	34.7%	34.5%	35.9%	35.8%	35.9%	-0.2pct	1.1pct	1.4pct
归母净利润 (百万元)	6,107	7,068	8,283	5,851	7,246	8,771	-4.2%	2.5%	5.9%
EPS (元)	4.17	4.83	5.65	3.99	4.95	5.99	-4.2%	2.5%	5.9%

资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表

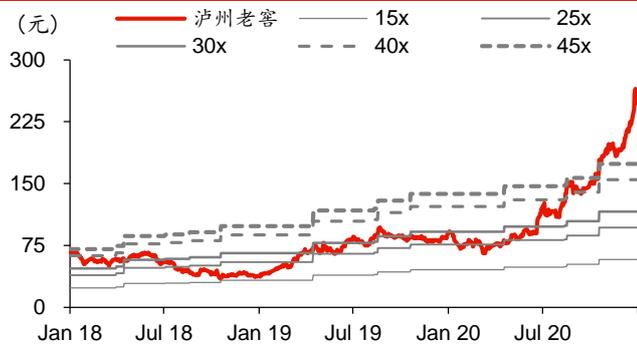
公司简称	股票代码	市值(mn)	PE (倍)				EPS (元)				20-22 净利润 CAGR
			2020/1/11	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	
五粮液	000858 CH	1,169,140	71	61	50	43	4.48	5.22	6.31	7.44	18%
山西汾酒	600809 CH	338,850	184	128	100	79	2.23	3.21	4.13	5.21	33%
洋河股份	002304 CH	343,955	47	45	40	35	4.90	5.04	5.77	6.57	10%
伊利股份	600887 CH	295,859	42	41	35	30	1.15	1.19	1.40	1.60	12%
贵州茅台	600519 CH	2,637,676	64	57	48	41	32.80	36.81	43.69	51.15	16%
<b>平均值</b>		<b>957,096</b>	<b>82</b>	<b>66</b>	<b>54</b>	<b>46</b>	<b>9.11</b>	<b>10.29</b>	<b>12.26</b>	<b>14.39</b>	<b>18%</b>
中间值		343,955	64	57	48	41	4.48	5.04	5.77	6.57	16%
泸州老窖	<b>000568 CH</b>	<b>361,647</b>	<b>78</b>	<b>62</b>	<b>50</b>	<b>41</b>	<b>3.17</b>	<b>3.99</b>	<b>4.95</b>	<b>5.99</b>	<b>24%</b>

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期, 泸州老窖盈利预测为华泰预测

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

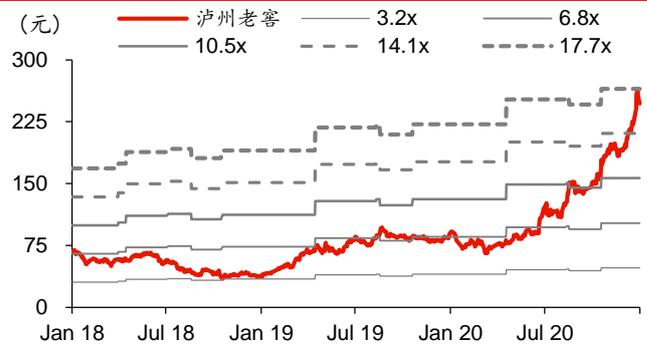
## PE/PB - Bands

图表3: 泸州老窖历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 泸州老窖历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	15,494	16,314	19,736	23,814	28,099
现金	9,367	9,754	10,146	16,627	16,326
应收账款	10.33	18.29	7.73	26.72	13.42
其他应收账款	166.53	159.75	179.64	241.30	265.57
预付账款	137.24	151.82	148.86	224.06	224.99
存货	3,230	3,641	3,126	4,024	3,984
其他流动资产	2,583	2,589	6,128	2,671	7,286
非流动资产	7,110	12,606	12,903	14,049	15,183
长期投资	2,091	2,231	2,516	2,784	3,051
固定投资	1,030	1,519	2,828	4,185	5,282
无形资产	231.97	332.23	336.01	343.84	356.58
其他非流动资产	3,758	8,524	7,223	6,735	6,493
资产总计	22,605	28,920	32,639	37,863	43,282
流动负债	5,415	6,787	7,430	7,760	6,909
短期借款	0.00	0.00	1,584	0.00	0.00
应付账款	1,292	1,869	1,244	2,045	1,639
其他流动负债	4,123	4,918	4,602	5,715	5,270
非流动负债	65.23	2,578	2,080	1,627	1,171
长期借款	0.00	2,491	1,993	1,540	1,084
其他非流动负债	65.23	87.28	87.28	87.28	87.28
负债合计	5,481	9,365	9,510	9,387	8,080
少数股东权益	159.54	147.89	200.01	260.10	313.44
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
资本公积	3,717	3,723	3,723	3,723	3,723
留存公积	11,647	14,024	16,139	18,859	22,339
归属母公司股东权益	16,965	19,407	22,929	28,216	34,889
负债和股东权益	22,605	28,920	32,639	37,863	43,282

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	4,298	4,842	1,464	11,664	3,533
净利润	3,510	4,642	5,903	7,306	8,824
折旧摊销	164.05	167.39	266.34	452.47	648.05
财务费用	(215.07)	(205.08)	(75.15)	(256.36)	(341.96)
投资损失	(97.99)	(154.71)	(154.81)	(137.13)	(136.11)
营运资金变动	670.65	311.34	(4,469)	4,306	(5,451)
其他经营现金	265.81	80.45	(5.74)	(7.20)	(10.10)
投资活动现金	(1,465)	(4,551)	(402.90)	(1,454)	(1,636)
资本支出	1,468	4,605	277.76	1,330	1,515
长期投资	(16.64)	(8.00)	(285.56)	(267.92)	(266.89)
其他投资现金	19.70	62.53	160.42	144.14	145.94
筹资活动现金	(1,917)	93.44	(2,253)	(2,145)	(2,198)
短期借款	0.00	0.00	1,584	(1,584)	0.00
长期借款	0.00	2,491	(497.69)	(453.39)	(456.28)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	173.16	6.10	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,090)	(2,404)	(3,339)	(107.82)	(1,742)
现金净增加额	916.56	386.28	(1,192)	8,065	(301.62)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,055	15,817	16,453	20,405	24,571
营业成本	2,934	3,065	3,019	3,190	3,573
营业税金及附加	1,606	1,976	1,974	2,551	3,071
营业费用	3,393	4,186	3,044	4,387	5,528
管理费用	722.45	828.95	822.63	979.46	1,155
财务费用	(215.07)	(205.08)	(75.15)	(256.36)	(341.96)
资产减值损失	2.04	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	97.99	154.71	154.81	137.13	136.11
营业利润	4,677	6,119	7,770	9,647	11,651
营业外收入	31.23	44.31	35.80	34.31	36.41
营业外支出	49.53	59.79	45.39	43.77	49.62
利润总额	4,659	6,104	7,761	9,637	11,638
所得税	1,148	1,462	1,858	2,331	2,814
净利润	3,510	4,642	5,903	7,306	8,824
少数股东损益	24.82	0.25	52.13	60.09	53.34
归属母公司净利润	3,486	4,642	5,851	7,246	8,771
EBITDA	4,542	6,143	7,849	9,793	11,833
EPS (元, 基本)	2.38	3.17	3.99	4.95	5.99

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	25.60	21.15	4.02	24.03	20.41
营业利润	36.43	30.84	26.98	24.15	20.78
归属母公司净利润	36.27	33.17	26.04	23.85	21.04
获利能力 (%)					
毛利率	77.53	80.62	81.65	84.37	85.46
净利率	26.89	29.35	35.88	35.81	35.91
ROE	20.50	23.74	25.52	25.66	25.07
ROIC	63.36	46.85	40.82	66.55	50.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.25	32.38	29.14	24.79	18.67
净负债比率 (%)	(54.58)	(37.02)	(26.14)	(51.11)	(41.74)
流动比率	2.86	2.40	2.66	3.07	4.07
速动比率	2.20	1.82	2.19	2.50	3.43
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.61	0.53	0.58	0.61
应收账款周转率	1,424	1,105	1,264	1,185	1,224
应付账款周转率	2.89	1.94	1.94	1.94	1.94
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.38	3.17	3.99	4.95	5.99
每股经营现金流(最新摊薄)	2.93	3.31	1.00	7.96	2.41
每股净资产(最新摊薄)	11.58	13.25	15.65	19.26	23.82
估值比率					
PE (倍)	103.75	77.91	61.81	49.91	41.23
PB (倍)	21.32	18.64	15.77	12.82	10.37
EV_EBITDA (倍)	77.61	57.72	45.33	35.47	29.35

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，龚源月，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师蔡源月本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年 泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com