

国窖表现出色，特曲复兴可期

——泸州老窖（000568.SZ）2020年业绩预告点评

要点

事件：2021年1月11日，公司发布2020年业绩预告，初步测算预计公司2020年实现归母净利润55.70-60.35亿元，同比+20%-30%，总体符合预期。

盈利符合预期：拆分来看，四季度单季利润区间7.55-12.15亿元，增速区间-11%-43%，考虑到四季度高端白酒动销情况良好，预计单季度净利润水平将延续三季度的表现。分结构来看，国窖1573下半年表现亮眼，受益于名酒的需求恢复，占比进一步提升；中低档酒受疫情冲击较大，下半年有所复苏，预计2020年整体营收将小幅下滑。分区域看，公司2020年主攻的‘河南会战’表现良好，看好公司将成功模式复制到其他地区。

国窖表现出色，巩固高端定位。2020年以来公司多次小幅提价，国窖1573批价由年初的800元左右上升到12月末的880元，同期五粮液批价从900元上升至970元左右，1573价格持续跟紧五粮液。考虑到茅台酒批价和出厂价差距大，2021年飞天茅台提价预期高，茅台提价有助于打开五粮液和国窖的价格空间；高端白酒量价齐升的趋势仍将延续，国窖1573将和五粮液一起承接茅台供给稀缺无法满足的需求，判断1573持续放量是大概率事件。根据公司的十四五‘新百亿’规划，2022/2025年销售公司口径的国窖收入规划200/300亿，预计国窖销售公司口径2020-2025年的复合增速目标达到18%。

特曲复兴，高光可期。公司产品结构中，中低档产品占比较高，这部分产品上半年受疫情影响，挤压较为严重，在下半年疫情冲击减弱后，业绩逐步恢复，在2020年基数较低的情况下，预计2021年将实现较快增速。特曲有着辉煌的历史，其位于的200-300元价格带暂无全国化大单品，扩张阻力较小，考虑到特曲的品牌力较强，有望持续提价至300元左右，和100-200元的地产酒拉开明显差距，逐步挺进次高端，复兴可期。此外，公司于2020年末推出定位轻奢的高光系列产品，定位500-800元价格带，有望补足1573和窖龄酒之间的价格‘真空’地带，打造新的增长极。

盈利预测、估值与评级：考虑到2020年上半年费用投放受限制，公司销售费用率降低，且国窖1573疫情后表现亮眼，我们基于此上调2020-22年营业收入为169.32/201.69/234.42亿元，同比+7.1%/+19.1%/+16.1%，净利润为58.9/71.1/86.5亿元，同比+26.9%/+20.7%/+21.7%，对应EPS分别为4.02/4.85/5.90元，对应2020-22年PE61x/51x/42x，维持‘买入’评级。

风险提示：特曲提价不及预期，国窖1573放量进度不及预期，高光系列产品市场接受度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,055	15,817	16,932	20,169	23,423
营业收入增长率	25.60%	21.15%	7.05%	19.11%	16.13%
净利润（百万元）	3,486	4,642	5,890	7,108	8,649
净利润增长率	36.27%	33.17%	26.89%	20.67%	21.68%
EPS（元）	2.38	3.17	4.02	4.85	5.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.55%	23.92%	25.64%	26.20%	26.84%
P/E	104	78	61	51	42
P/B	21.3	18.6	15.7	13.3	11.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-08

买入（维持）

当前价：246.90元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

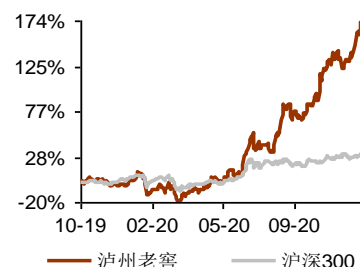
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.65
总市值(亿元)	3616.47
一年最低/最高(元)	64.88/271.67
近3月换手率	56.30%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.47	49.85	139.31
绝对	24.73	62.66	168.74

资料来源：Wind

相关研报

环比改善、稳中求进——泸州老窖（000568.SZ）2020年半年报点评（2020-08-27）

张弛有度、稳字当先——泸州老窖（000568.SZ）2019年年报及2020年一季报点评（2020-04-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,055	15,817	16,932	20,169	23,423
营业成本	2,934	3,065	2,782	2,699	2,690
折旧和摊销	164	167	182	270	335
税金及附加	1,606	1,976	2,117	2,521	2,881
销售费用	3,393	4,186	3,657	4,861	5,645
管理费用	722	829	887	1,057	1,228
研发费用	62	72	77	91	106
财务费用	-215	-205	-200	-195	-185
投资收益	98	155	100	100	100
营业利润	4,677	6,119	7,771	9,306	11,244
利润总额	4,659	6,104	7,751	9,291	11,232
所得税	1,148	1,462	1,860	2,183	2,583
净利润	3,510	4,642	5,890	7,108	8,649
少数股东损益	25	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,486	4,642	5,890	7,108	8,649
EPS(按最新股本计)	2.38	3.17	4.02	4.85	5.90

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,298	4,842	6,897	8,328	9,658
净利润	3,486	4,642	5,890	7,108	8,649
折旧摊销	164	167	182	270	335
净营运资金增加	856	718	98	694	992
其他	-208	-686	727	256	-318
投资活动产生现金流	-1,465	-4,551	-858	-475	-450
净资本支出	-1,468	-4,572	-950	-550	-550
长期投资变化	2,091	2,231	0	0	0
其他资产变化	-2,088	-2,209	92	75	100
融资活动现金流	-1,917	93	-2,029	-2,750	-3,369
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	2,491	100	0	0
无息负债变化	1,038	1,394	-25	1,088	904
净现金流	917	386	4,010	5,102	5,839

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	77.5%	80.6%	83.6%	86.6%	88.5%
EBITDA 率	34.7%	37.3%	45.1%	46.0%	48.2%
EBIT 率	33.4%	36.2%	44.1%	44.6%	46.7%
税前净利润率	35.7%	38.6%	45.8%	46.1%	48.0%
归母净利润率	26.7%	29.3%	34.8%	35.2%	36.9%
ROA	15.5%	16.1%	18.1%	18.8%	19.7%
ROE (摊薄)	20.5%	23.9%	25.6%	26.2%	26.8%
经营性 ROIC	24.9%	22.7%	29.1%	33.6%	38.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	24%	32%	29%	28%	26%
流动比率	2.86	2.40	2.86	3.09	3.42
速动比率	2.26	1.87	2.40	2.71	3.09
归母权益/有息债务	-	7.79	8.86	10.47	12.44
有形资产/有息债务	-	11.21	12.32	14.33	16.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	22,605	28,920	32,557	37,807	43,806
货币资金	9,367	9,754	13,763	18,866	24,705
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	10	18	25	30	35
应收票据	2,388	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	167	160	0	0	0
存货	3,230	3,641	3,199	3,050	2,986
其他流动资产	194	2,589	2,589	2,589	2,589
流动资产合计	15,494	16,314	19,799	24,741	30,523
其他权益工具	0	352	352	352	352
长期股权投资	2,091	2,231	2,231	2,231	2,231
固定资产	1,029	1,517	2,672	3,248	3,721
在建工程	3,000	7,257	6,595	6,160	5,814
无形资产	232	332	573	611	648
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	45	238	238	238	238
非流动资产合计	7,110	12,606	12,757	13,066	13,283
总负债	5,481	9,365	9,441	10,528	11,432
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,292	1,869	1,725	1,754	1,802
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,604	2,244	2,244	3,227	3,748
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	5,415	6,787	6,924	8,011	8,915
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	2,491	2,491	2,491	2,491
其他非流动负债	21	24	24	24	24
非流动负债合计	65	2,518	2,517	2,517	2,517
股东权益	17,124	19,555	23,116	27,279	32,374
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
公积金	5,181	5,188	5,188	5,188	5,188
未分配利润	10,182	12,560	16,121	20,283	25,378
归属母公司权益	16,965	19,407	22,968	27,131	32,225
少数股东权益	160	148	148	148	149

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	25.99%	26.47%	21.60%	24.10%	24.10%
管理费用率	5.53%	5.24%	5.24%	5.24%	5.24%
财务费用率	-1.65%	-1.30%	-1.18%	-0.97%	-0.79%
研发费用率	0.48%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
所得税率	25%	24%	24%	24%	23%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	1.55	1.59	2.01	2.43	2.95
每股经营现金流	2.93	3.31	4.71	5.69	6.59
每股净资产	11.58	13.25	15.68	18.52	22.00
每股销售收入	8.91	10.80	11.56	13.77	15.99

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	104	78	61	51	42
PB	21.3	18.6	15.7	13.3	11.2
EV/EBITDA	79.1	61.3	46.9	38.3	31.2
股息率	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳