

# 泸州老窖 (000568.SZ)

## 业绩逆势高增，开启发展新五年

**事件: 3月29日, 公司披露2020年业绩快报。**2020年公司实现营收166.53亿元, 同比+5.28%; 实现归母净利润60.06亿元, 同比+29.39%。就单季度而言, 2020Q4公司实现营收50.54亿元, 同比+16.45%; 实现归母净利润11.91亿元, 同比+40.63%。业绩增速贴预告上线, 符合我们此前预期。

**国窖步入新百亿时代, 逆势高增带动公司营收实现正增长。**过去五年国窖收入增长了15倍, 销售口径收入突破100亿元, 成为白酒行业的“神话”, 销量从1300吨提升至1万吨左右, 价格挺进千元价格带, 跻身中国高端白酒阵营。2020年面对疫情冲击, 公司2-3月暂停发货给经销商“减负”, 下半年随着疫情影响消退, 公司抓住机遇抢占市场, 国窖品牌量价再创新高, 市占率再上台阶。十四五开启发展新周期, 国窖步入新百亿时代, 品牌力日盛, 全国化行在途中, 东进南下定中原。目前行业进入顺周期, 茅台价格逼近3000元, 为千元价格带打开量价空间, 国窖未来发展可期。从区域来看, 四川、河北等市场品牌优势逐渐显现, 东进南下开拓弱势市场, 同时今年将河南作为中原地区的战略市场, 力求有所突破。

**新产能投放为发展蓄力, 中档产品有望恢复增长。**疫情对中档产品冲击较大, 2020年公司中档产品营收有所下降, 随着消费场景的恢复, 公司特曲老字号、特曲60版卡位300和500元次高端价格带, 今年亦有望实现增长。此外, 去年推出高光系列, 作为博大公司的战略单品之一, 主打年轻消费者, 为未来发展蓄力。

**品牌势能日盛, 利润率仍有上升空间。**公司高举高打, 维持较高的费用投放, 近三年销售费用率均超过20%, 在名酒中独树一帜。持续的品牌投放使得国窖品牌力日盛, 价格持续攀升。2020年国窖价盘稳中有升, 渠道补贴和费用收窄, 毛利率不提升的同时销售费用率同比下降明显, 使得公司的利润增速显著快于营收。展望未来, 随着品牌力的提升和产品吨价的提升, 未来利润率仍有上升空间。

**盈利预测:**看好主力产品的量价趋势和品牌全国化的空间, 上调2020-2022年收入至166.5/205.6/243.3亿元(原预测为166.1/197.9/233.8亿元), 同比+5.3%/+23.4%/+18.3%, 归母净利润至60.1/77.1/96.2亿元(原预测为59.5/76.8/95.5亿元), 同比+29.4%/+28.4%/+24.7%, 对应2020-2022年市盈率55/43/34倍, 维持“买入”评级, 并上调目标价至252元, 对应2021年48倍PE。

**风险提示:**高端酒价盘大幅波动; 公司去得到开拓进度低于预期; 费用率同比明显提升。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,055	15,817	16,653	20,556	24,327
增长率 yoy (%)	25.6	21.2	5.3	23.4	18.3
归母净利润(百万元)	3,486	4,642	6,006	7,713	9,622
增长率 yoy (%)	36.3	33.2	29.4	28.4	24.7
EPS 最新摊薄(元/股)	2.38	3.17	4.10	5.27	6.57
净资产收益率(%)	20.5	23.7	23.7	24.3	24.0
P/E(倍)	94.3	70.8	54.7	42.6	34.2
P/B(倍)	19.4	16.9	12.9	10.4	8.2

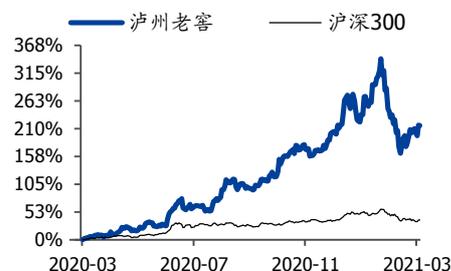
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
最新收盘价	224.48
总市值(百万元)	328,807.64
总股本(百万股)	1,464.75
其中自由流通股(%)	99.97
30日日均成交量(百万股)	12.80

### 股价走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

### 相关研究

- 《泸州老窖(000568.SZ): 国窖新百亿, 十四五再出发》2020-12-15
- 《泸州老窖(000568.SZ): 国窖量价提升, 业绩再超市场预期》2020-10-28
- 《泸州老窖(000568.SZ): 业绩环比提速, 期待重回三甲》2020-08-28



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	15494	16314	20007	26918	32244
现金	9367	9754	11882	19491	22863
应收票据及应收账款	2399	18	2526	615	3103
其他应收款	167	160	184	240	262
预付账款	137	152	153	223	221
存货	3230	3641	2674	3760	3207
其他流动资产	194	2589	2589	2589	2589
<b>非流动资产</b>	7110	12606	12991	14165	15210
长期投资	2091	2231	2546	2862	3177
固定资产	1030	1519	2857	4209	5250
无形资产	232	332	336	344	357
其他非流动资产	3758	8524	7251	6750	6427
<b>资产总计</b>	22605	28920	32998	41082	47455
<b>流动负债</b>	5415	6787	5300	7440	5966
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1292	1869	1036	1923	1281
其他流动负债	4123	4918	4264	5517	4685
<b>非流动负债</b>	65	2578	2083	1626	1160
长期借款	0	2491	1996	1539	1073
其他非流动负债	65	87	87	87	87
<b>负债合计</b>	5481	9365	7383	9066	7126
少数股东权益	160	148	202	267	326
股本	1465	1465	1465	1465	1465
资本公积	3717	3723	3723	3723	3723
留存收益	11647	14024	18267	22803	29173
归属母公司股东权益	16965	19407	25413	31750	40003
<b>负债和股东权益</b>	22605	28920	32998	41082	47455

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	4298	4842	2397	10553	6159
净利润	3510	4642	6061	7778	9682
折旧摊销	164	167	268	456	648
财务费用	-215	-205	-192	-321	-543
投资损失	-98	-155	-188	-188	-188
营运资金变动	671	311	-3551	2828	-3439
其他经营现金流	266	80	0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-1465	-4551	-465	-1442	-1506
资本支出	1468	4605	69	859	730
长期投资	-17	-8	-315	-292	-315
其他投资现金流	-14	47	-711	-875	-1091
<b>筹资活动现金流</b>	-1917	93	196	-1502	-1282
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	2491	-495	-457	-466
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	173	6	0	0	0
其他筹资现金流	-2090	-2404	691	-1045	-816
<b>现金净增加额</b>	917	386	2128	7609	3371

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	13055	15817	16653	20556	24327
营业成本	2934	3065	2817	2870	3108
营业税金及附加	1606	1976	2080	2568	3039
营业费用	3393	4186	3331	4317	4865
管理费用	722	829	849	1048	1241
研发费用	62	72	39	60	88
财务费用	-215	-205	-192	-321	-543
资产减值损失	-2	0	2	-0	-0
其他收益	24	44	44	44	44
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	98	155	188	188	188
资产处置收益	-0	27	0	0	0
<b>营业利润</b>	4677	6119	7960	10246	12761
营业外收入	31	44	19	19	15
营业外支出	50	60	4	4	4
<b>利润总额</b>	4659	6104	7975	10261	12772
所得税	1148	1462	1914	2484	3091
<b>净利润</b>	3510	4642	6061	7778	9682
少数股东损益	25	0	55	64	59
<b>归属母公司净利润</b>	3486	4642	6006	7713	9622
EBITDA	4542	6143	7992	10305	12828
EPS (元)	2.38	3.17	4.10	5.27	6.57

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.6	21.2	5.3	23.4	18.3
营业利润(%)	36.4	30.8	30.1	28.7	24.5
归属于母公司净利润(%)	36.3	33.2	29.4	28.4	24.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	77.5	80.6	83.1	86.0	87.2
净利率(%)	26.7	29.3	36.1	37.5	39.6
ROE(%)	20.5	23.7	23.7	24.3	24.0
ROIC(%)	19.4	20.7	21.0	22.1	22.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.2	32.4	22.4	22.1	15.0
净负债比率(%)	-54.6	-37.0	-36.6	-54.4	-52.7
流动比率	2.9	2.4	3.8	3.6	5.4
速动比率	2.2	1.5	2.8	2.7	4.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5
应收账款周转率	5.3	13.1	13.1	13.1	13.1
应付账款周转率	2.9	1.9	1.9	1.9	1.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.38	3.17	4.10	5.27	6.57
每股经营现金流(最新摊薄)	2.93	3.31	1.64	7.20	4.21
每股净资产(最新摊薄)	11.58	13.25	17.35	21.68	27.31
<b>估值比率</b>					
P/E	94.3	70.8	54.7	42.6	34.2
P/B	19.4	16.9	12.9	10.4	8.2
EV/EBITDA	70.4	52.4	40.0	30.2	24.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com