

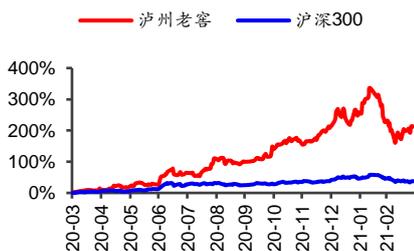


利润端优于预期，十四五未来可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2021-03-29
收盘价（元）	224.48
近 12 个月最高/最低（元）	327.66/70.91
总股本（百万股）	1,465
流通股本（百万股）	1,464
流通股比例（%）	99.99
总市值（亿元）	3,288
流通市值（亿元）	3,287

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_公司研究_深度报告_泸州老窖(000568)：国窖持续向上，特曲正待复兴》20201022
- 《华安证券_公司研究_点评报告_泸州老窖(000568)：2020 稳健收官，十四五未来可期》20210111

事件

公司发布业绩快报，2020 年实现营收 166.5 亿元，同增 5.3%，实现归母净利润 60.1 亿元，同增 29.4%，利润端位于此前业绩公告上限；Q4 实现营收 50.5 亿，同增 16.5%，实现归母净利润 11.9 亿，同增 40.6%，利润端增幅优于预期。

主要观点：

收入端逐季恢复，Q4 利润端优于预期

预计 20 年 Q4 高端酒国窖 1573 实现双位数增长。回顾 2020 年，20 年 Q1 受疫情影响，公司果断停货减轻经销商库存压力，Q2 起国窖需求端快速恢复，Q3 收入端延续恢复，叠加费用投放慢于计划，3Q 单季度利润端同增 53% 释放利润弹性，Q4 公司收入端延续 3Q 增速水平，利润端延续高增，主要系宣传推广活动减少，费用率同比仍显著下降。

茅台红利仍将延续，国窖批价稳步向上

看高端酒，当前形势下茅台仍在挺价，因此中期茅台红利大概率将持续，下方五粮液、国窖量价齐升仍可期。2021 年，五粮液主品牌加大非标产品投放，结构优化助批价正上攻千元关口；国窖坚定跟随战略，批价已站稳 900 元。国窖十四五规划积极，销售口径 2022 年目标 200 亿，2025 年保底 300 亿，规划乐观积极可为。

区域化渗透仍具空间，平台公司模式有望复制

国窖呈现全国化品牌、区域化强势特点，薄弱市场提升空间仍大，2020 年公司河南会战引入久泰平台公司模式，2020~2022 年规划国窖销售分别为 5、8、12 亿元，消费者氛围快速培育，有望超预期完成任务；根据国窖销售公司规划，十四五期间将推进“城市群样板市场打造”，制定“2358”区域发展战略，东进南下，选定包括上海、深圳、郑州、成都等在内的九大样板市场，平台公司模式有望逐步复制。

投资建议

国窖作为高端白酒第三品牌，将持续受益于茅台红利，叠加国窖本身品牌力建设、及渠道终端利益共同体的渠道打法，未来三年可展望量价齐升之势；十代特曲卡位次高端入门价格带，品牌复兴基础已成，只待消费氛围恢复。预计 2021/22 年营收分别为 203、241 亿元，同比分别 +22%、+19%，预计归母净利润分别为 73.1、90.5 亿元，同比分别 +22%、+24%，当前股价对应 2021/22 年 P/E 分别为 45x、36x，维持“买入”评级。

风险提示

茅台开瓶需求组回归；国窖批价、渠道利润、终端利润不及预期；十代特曲复苏不及预期；河南会战进度不及预期；管理层变动风险等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15817	16653	20303	24085
收入同比(%)	21.2%	5.3%	21.9%	18.6%
归属母公司净利润	4642	6006	7308	9049
净利润同比(%)	33.2%	29.4%	21.7%	23.8%
毛利率(%)	80.6%	82.4%	84.5%	86.0%
ROE(%)	23.9%	23.6%	22.3%	21.7%
每股收益(元)	3.17	4.10	4.99	6.18
P/E	27.35	54.74	44.99	36.34
P/B	6.54	12.94	10.05	7.87
EV/EBITDA	20.44	42.59	33.95	26.41

资料来源：wind，华安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	16314	21971	30477	40736	
现金	9754	13433	21713	31837	
应收账款	18	15	19	24	
其他应收款	160	253	257	305	
预付账款	152	160	159	173	
存货	3641	3174	3547	3810	
其他流动资产	2589	4936	4781	4587	
非流动资产	12606	12606	12606	12606	
长期投资	2231	2231	2231	2231	
固定资产	1519	1519	1519	1519	
无形资产	332	332	332	332	
其他非流动资产	8524	8524	8524	8524	
资产总计	28920	34577	43083	53343	
流动负债	6787	6438	7635	8845	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	1869	1272	1561	1727	
其他流动负债	4918	5165	6074	7118	
非流动负债	2578	2578	2578	2578	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	2578	2578	2578	2578	
负债合计	9365	9016	10213	11423	
少数股东权益	148	148	149	149	
股本	1465	1465	1465	1465	
资本公积	3723	3723	3723	3723	
留存收益	14219	20226	27534	36583	
归属母公司股东	19407	25413	32722	41771	
负债和股东权	28920	34577	43083	53343	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	4842	3508	8078	9893	
净利润	4642	6006	7308	9049	
折旧摊销	167	0	0	0	
财务费用	138	0	0	0	
投资损失	-155	-158	-183	-205	
营运资金变动	311	-2327	971	1074	
其他经营现金	4069	8320	6318	7950	
投资活动现金	-4551	171	202	231	
资本支出	-4572	13	19	26	
长期投资	-8	0	0	0	
其他投资现金	29	158	183	205	
筹资活动现金	93	0	0	0	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	6	0	0	0	
其他筹资现金	87	0	0	0	
现金净增加额	386	3680	8280	10123	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	15817	16653	20303	24085	
营业成本	3065	2928	3155	3365	
营业税金及附加	1976	2080	2536	3009	
销售费用	4186	3256	4365	5058	
管理费用	829	849	1035	1204	
财务费用	-205	-216	-232	-262	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收	0	0	0	0	
投资净收益	155	158	183	205	
营业利润	6119	7913	9625	11914	
营业外收入	44	44	44	44	
营业外支出	60	60	60	60	
利润总额	6104	7898	9610	11899	
所得税	1462	1891	2301	2849	
净利润	4642	6007	7309	9050	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	4642	6006	7308	9049	
EBITDA	5856	7464	9119	11339	
EPS (元)	3.17	4.10	4.99	6.18	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	21.2%	5.3%	21.9%	18.6%
营业利润	30.8%	29.3%	21.6%	23.8%
归属于母公司净利	33.2%	29.4%	21.7%	23.8%
获利能力				
毛利率(%)	80.6%	82.4%	84.5%	86.0%
净利率(%)	29.35%	29.3%	36.1%	36.0%
ROE(%)	23.9%	23.6%	22.3%	21.7%
ROIC(%)	19.6%	20.2%	19.6%	19.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	32.4%	26.1%	23.7%	21.4%
净负债比率(%)	47.9%	35.3%	31.1%	27.2%
流动比率	2.40	3.41	3.99	4.61
速动比率	1.84	2.89	3.51	4.16
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.48	0.47	0.45
应收账款周转率	864.60	1103.51	1051.04	995.28
应付账款周转率	1.64	2.30	2.02	1.95
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	3.17	4.10	4.99	6.18
每股经营现金流	3.31	2.40	5.51	6.75
每股净资产(最新)	13.25	17.35	22.34	28.52
估值比率				
P/E	27.35	54.74	44.99	36.34
P/B	6.54	12.94	10.05	7.87
EV/EBITDA	20.44	42.59	33.95	26.41

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

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。市场基准指数为沪深300指数。