

泸州老窖 (000568)

证券研究报告

2021年04月16日

业绩高增持续高质量发展，老窖开启荣光岁月

事件：公司2020年实现收入166.53亿元，同比增长5.28%，实现归母净利润60.06亿元，同比增长29.39%，此前我们给予的2020年营收/净利润增速分别为5.75%/31.43%，公司业绩表现符合预期；其中2020Q4实现收入50.54亿元，同比增长16.45%，实现归母净利润11.91亿元，同比增长40.61%，四季度利润表现超预期。

公司四季度营收增速较快，我们认为主要系高端酒国窖1573需求量大涨带来的增量，疫情后公司渠道控货挺价成效显著，控货政策并未影响营收表现。公司2020Q3开始密集的控货挺价渠道动作：（1）2020年7月15日，国窖华北（东北）大区38度国窖1573团购价按照不低于680元/瓶执行考核；（2）2020年7月21日在全国范围内停止接收国窖1573订单并停止供货；（3）2020年7月初西南地区52度国窖零售价提价至1399元/瓶；（4）2020年9月10日起52度国窖结算价上调40元/瓶，38度国窖上调30元。根据今日酒价公众号披露，国窖批价从2020年10月开始稳步上行，目前站稳890-900元批价，2020Q3渠道政策顺利落地，受益于白酒高端化趋势，国窖实现挺价放量带动营收增长。

公司四季度利润端同比增速超预期，我们认为一方面国窖营收占比提升，产品结构升级带来毛利率的上行，另一方面也是更重要的，近年来公司渠道费用投放力度一直较其他高端酒大，目前销售费用投放力度边际递减，且控货挺价动作顺利，我们认为前期销售费用投放初见成效，我们判断费用投放效率将持续提升，故从这个维度来看，老窖的未来业绩弹性将较大。

继续坚定看好老窖高端酒带来的业绩释放弹性。1573站稳高端、特曲打开中低端市场，高光培育年轻消费群，老窖打造三级增长引擎。泸州老窖漫长的沉浮历程沉淀下了优质的产品生产工艺与良好的品牌力，2015年的新管理层即是补全了“人和”的优势，产品与渠道运营思路逐步清晰。国窖1573在高端酒市场依然采取跟随五粮液策略，稳健提价放量，“向上”节奏稳定；与此同时，利用中档酒核心产品特曲放量打开中档酒市场，2020年10月24日亮相的高光产品定位时尚年轻，提前布局新生代消费群，上中下三个价格带引领增长。

盈利预测：由于公司本年度业绩表现超预期，高基数下小幅下调2021-2022年盈利预测。预计2021-2022年实现营收由202/245亿元调整至204/247亿元，同比增长23%/21%，实现归母净利润由83/103调整至75/95亿元，同比增长24%/27%。预计2021-2022年EPS为5.1、6.5元/股，维持“买入”评级。

风险提示：业绩快报为初步核算结果，具体数据以2020年报为准；国窖终端动销变差、渠道库存激增导致价格下滑，特曲全国化进程受阻，千元价格带竞争恶化，产能不足，高光等新品推广不顺利。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,055.47	15,816.93	16,652.85	20,417.37	24,658.17
增长率(%)	25.60	21.15	5.28	22.61	20.77
EBITDA(百万元)	4,664.54	6,082.68	7,729.49	8,980.15	11,355.59
净利润(百万元)	3,485.64	4,641.99	6,006.11	7,470.66	9,453.88
增长率(%)	36.27	33.17	29.39	24.38	26.55
EPS(元/股)	2.38	3.17	4.10	5.10	6.45
市盈率(P/E)	96.19	72.23	55.82	44.88	35.47
市净率(P/B)	19.76	17.28	15.47	13.58	11.69
市销率(P/S)	25.68	21.20	20.13	16.42	13.60
EV/EBITDA	10.63	19.50	42.61	35.84	28.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	231.67元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,464.75
流通A股股本(百万股)	1,464.31
A股总市值(百万元)	339,339.21
流通A股市值(百万元)	339,235.90
每股净资产(元)	14.95
资产负债率(%)	29.84
一年内最高/最低(元)	327.66/73.81

作者

刘畅	分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
张东雪	联系人
zhangdongxue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《泸州老窖-公司点评：中低端系列价格体系逐步梳理，高端稳健提价上行，向上向下游游刃有余》2020-12-08
- 《泸州老窖-季报点评：高端国窖放量增长，费用边际递减业绩超预期》2020-10-29
- 《泸州老窖-半年报点评：高端白酒表现佳，渠道控货提价稳步实行》2020-08-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,367.39	9,753.67	6,065.37	13,778.79	16,910.66
应收票据及应收账款	2,398.66	18.29	5,293.24	2,315.26	3,277.05
预付账款	137.24	151.82	155.95	202.35	182.73
存货	3,230.42	3,641.24	2,476.50	4,825.99	3,068.46
其他	360.76	2,748.72	1,326.42	1,439.07	2,063.38
流动资产合计	15,494.47	16,313.74	15,317.48	22,561.46	25,502.27
长期股权投资	2,091.10	2,230.72	2,230.72	2,230.72	2,230.72
固定资产	1,029.67	1,518.87	4,247.99	5,748.93	6,499.95
在建工程	3,000.49	7,257.39	4,390.44	2,682.26	1,639.36
无形资产	231.97	332.23	318.96	305.68	292.40
其他	757.23	1,267.02	919.96	981.63	1,056.10
非流动资产合计	7,110.46	12,606.23	12,108.07	11,949.21	11,718.52
资产总计	22,604.93	28,919.97	27,425.55	34,510.67	37,220.79
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,292.05	1,868.62	275.52	2,533.17	744.77
其他	4,123.43	4,918.45	4,375.64	5,882.03	5,962.25
流动负债合计	5,415.48	6,787.08	4,651.16	8,415.21	6,707.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	2,490.88	830.29	1,107.06	1,476.08
其他	65.23	87.28	76.15	76.22	79.88
非流动负债合计	65.23	2,578.16	906.44	1,183.28	1,555.96
负债合计	5,480.72	9,365.24	5,557.61	9,598.49	8,262.97
少数股东权益	159.54	147.89	191.84	229.12	269.74
股本	1,464.75	1,464.75	1,464.75	1,464.75	1,464.75
资本公积	3,716.68	3,722.78	3,922.24	3,881.21	3,842.07
留存收益	15,363.33	17,747.28	20,211.35	23,218.31	27,223.33
其他	(3,580.08)	(3,527.96)	(3,922.24)	(3,881.21)	(3,842.07)
股东权益合计	17,124.21	19,554.73	21,867.94	24,912.18	28,957.82
负债和股东权益总计	22,604.93	28,919.97	27,425.55	34,510.67	37,220.79

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,510.47	4,642.24	6,006.11	7,470.66	9,453.88
折旧摊销	164.05	167.39	211.11	300.52	355.16
财务费用	63.97	137.68	(146.46)	(168.38)	(183.75)
投资损失	(97.99)	(154.71)	(130.34)	(130.34)	(130.34)
营运资金变动	1,258.70	(2,787.08)	(4,292.57)	4,130.87	(1,627.08)
其它	(601.28)	2,836.10	46.27	37.91	41.54
经营活动现金流	4,297.92	4,841.62	1,694.13	11,641.23	7,909.41
资本支出	1,774.89	5,131.31	71.13	79.93	46.34
长期投资	266.21	139.62	0.00	0.00	0.00
其他	(3,506.52)	(9,821.62)	(200.25)	11.45	73.13
投资活动现金流	(1,465.42)	(4,550.70)	(129.12)	91.38	119.47
债权融资	0.00	2,490.88	830.29	1,107.06	1,476.08
股权融资	375.99	291.81	173.51	149.74	167.02
其他	(2,292.65)	(2,689.26)	(6,257.10)	(5,275.99)	(6,540.11)
筹资活动现金流	(1,916.67)	93.44	(5,253.30)	(4,019.19)	(4,897.01)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	915.83	384.36	(3,688.30)	7,713.42	3,131.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,055.47	15,816.93	16,652.85	20,417.37	24,658.17
营业成本	2,934.00	3,065.42	3,000.09	3,455.30	3,843.39
营业税金及附加	1,605.84	1,975.86	2,089.16	2,541.11	3,080.89
营业费用	3,392.72	4,186.10	3,164.04	4,695.99	5,548.09
管理费用	722.45	828.95	845.52	972.35	1,069.59
研发费用	62.17	71.64	166.53	204.17	246.58
财务费用	(215.07)	(205.08)	(146.46)	(168.38)	(183.75)
资产减值损失	(2.04)	0.00	(0.53)	(0.85)	(0.46)
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	130.34	130.34	130.34
其他	(219.59)	(379.96)	(260.68)	(260.68)	(260.68)
营业利润	4,676.98	6,119.29	7,664.84	8,848.01	11,184.18
营业外收入	31.23	44.31	33.81	36.45	38.19
营业外支出	49.53	59.79	43.23	50.85	51.29
利润总额	4,658.69	6,103.82	7,655.42	8,833.61	11,171.08
所得税	1,148.22	1,461.58	1,886.82	1,325.04	1,675.66
净利润	3,510.47	4,642.24	5,768.60	7,508.57	9,495.42
少数股东损益	24.82	0.25	46.27	37.91	41.54
归属于母公司净利润	3,485.64	4,641.99	6,006.11	7,470.66	9,453.88
每股收益(元)	2.38	3.17	4.10	5.10	6.45

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	25.60%	21.15%	5.28%	22.61%	20.77%
营业利润	36.43%	30.84%	25.26%	15.44%	26.40%
归属于母公司净利润	36.27%	33.17%	29.39%	24.38%	26.55%
获利能力					
毛利率	77.53%	80.62%	81.98%	83.08%	84.41%
净利率	26.70%	29.35%	36.07%	36.59%	38.34%
ROE	20.55%	23.92%	27.71%	30.27%	32.95%
ROIC	54.86%	64.26%	53.96%	46.95%	83.05%
偿债能力					
资产负债率	24.25%	32.38%	20.26%	27.81%	22.20%
净负债率	-54.70%	-37.14%	-23.94%	-50.87%	-53.30%
流动比率	2.86	2.40	3.29	2.68	3.80
速动比率	2.26	1.87	2.76	2.11	3.34
营运能力					
应收账款周转率	5.33	13.09	6.27	5.37	8.82
存货周转率	4.32	4.60	5.44	5.59	6.25
总资产周转率	0.62	0.61	0.59	0.66	0.69
每股指标(元)					
每股收益	2.38	3.17	4.10	5.10	6.45
每股经营现金流	2.93	3.31	1.16	7.95	5.40
每股净资产	11.58	13.25	14.80	16.85	19.59
估值比率					
市盈率	96.19	72.23	55.82	44.88	35.47
市净率	19.76	17.28	15.47	13.58	11.69
EV/EBITDA	10.63	19.50	42.61	35.84	28.10
EV/EBIT	11.02	20.05	43.80	37.08	29.00

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com