

国窖稳健增长，薪酬改革激发经营活力

投资要点

- 业绩总结:** 公司2020年实现收入167亿元,同比+5.3%,归母净利润60亿元,同比+29.4%;其中20Q4实现收入50.5亿元,同比+16.5%,归母净利润11.9亿元,同比+40%;同时,拟每10股派发现金红利20.51元(含税)。21Q1实现收入50亿元,同比+41%,归母净利润21.7亿元,同比+26.7%,整体符合市场预期。此外,公司2021年经营目标为收入同比增长不低于15%。
- 国窖量价齐升,产品结构加速升级。** 1、2020年中高端酒实现收入142亿元,同比+15.3%;其中销量同比-1.5%,主因为疫情下中档特曲和窖龄吨销承压,吨价同比+17.1%,受益于多款产品提价和国窖占比提升。疫情对低端头曲、二曲冲击较大,全年收入同比-32.4%;2020年公司延续了快节奏的产品结构升级趋势,中高端酒占比提升7.5个百分点至86.6%。2、20H1国窖实现双位数增长,20H2动销基本恢复正常,估计全年国窖实现收入同比+25%左右;21Q1国窖增速25%以上,继续领跑高端酒,高质量增长定力十足;中档酒受低基数和复苏,21Q1估计翻倍增长。
- 盈利能力显著增强,现金流持续向好。** 1、会计准则调整,运输费用从销售费用调至营业成本,2020年毛利率提升2.5个百分点至83.1%,费用管控良好,销售费用率下降7.9个百分点至18.6%,管理费用率下降0.2个百分点至5.1%,在毛利率提升叠加费用率下降作用下,净利率提升6.5个百分点至35.8%,盈利能力显著提升。2、21Q1延续快节奏的结构升级趋势,毛利率较2020全年提高3个百分点至86%;销售费用率、管理费用率分别同比下降0.3、0.6个百分点,税金及附加率同比提升7个百分点至13%。此外,21Q1经营现金流入65.6亿元,同比+130%,现金流持续向好。
- 高端酒地位稳固,结构升级&区域扩张表现亮眼,薪酬体系改革激发经营活力。** 1、2020年国窖增速继续领跑高端酒,批价紧跟竞品从2020年初的780元升至当前900元左右,批价表现和增长韧性超市场预期,进一步筑牢高端酒地位。2、公司延续快节奏的结构升级趋势,中高端占比和整体吨价快速提升;依托优秀的渠道运作能力,华东、河南等潜力市场实现50%以上的高增长,结构升级和区域扩张均表现亮眼。3、公司发布薪酬与考核办法公告,高管薪酬将以业绩为导向,注重与同行业同规模企业进行效益薪酬与双对标,后续还可实施股权激励、分红权、超额利润分享等激励方式,将激发出更强大的增长动能。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年公司EPS分别为5.38元、6.64元、7.98元,对应动态PE分别为49倍、40倍、33倍,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16652.85	20471.31	24042.69	27721.08
增长率	5.28%	22.93%	17.45%	15.30%
归属母公司净利润(百万元)	6005.72	7881.15	9720.17	11691.84
增长率	29.38%	31.23%	23.33%	20.28%
每股收益EPS(元)	4.10	5.38	6.64	7.98
净资产收益率ROE	25.70%	31.52%	31.61%	31.14%
PE	64	49	40	33
PB	16.62	15.53	12.62	10.34

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.65
流通A股(亿股)	14.64
52周内股价区间(元)	79.03-313.99
总市值(亿元)	3,852.01
总资产(亿元)	371.08
每股净资产(元)	17.22

相关研究

- 泸州老窖(000568): 结构升级&控费良好,驱动业绩高增长 (2021-03-30)
- 泸州老窖(000568): 产品结构升级和费用率下降带动业绩高增长 (2020-10-29)
- 泸州老窖(000568): 国窖恢复良好,中低端酒短期承压 (2020-08-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16652.85	20471.31	24042.69	27721.08	净利润	5958.51	7819.20	9643.76	11599.93
营业成本	2823.48	3144.24	3484.80	3715.19	折旧与摊销	308.91	545.42	599.51	640.78
营业税金及附加	2223.57	2558.91	3005.34	3465.13	财务费用	-132.45	12.28	14.43	16.63
销售费用	3090.66	3684.84	3967.04	4296.77	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	844.45	982.62	1081.92	1164.29	经营营运资本变动	-817.86	4105.63	2261.41	2314.36
财务费用	-132.45	12.28	14.43	16.63	其他	-401.02	-200.00	-200.00	-200.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	4916.10	12282.53	12319.11	14371.71
投资收益	201.50	200.00	200.00	200.00	资本支出	-232.42	-350.00	-480.00	-600.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1942.04	200.00	200.00	200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2174.46	-150.00	-280.00	-400.00
营业利润	7959.32	10288.42	12689.16	15263.07	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-20.29	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7939.03	10288.42	12689.16	15263.07	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1980.51	2469.22	3045.40	3663.14	支付股利	0.00	-6005.72	-3940.57	-4860.08
净利润	5958.51	7819.20	9643.76	11599.93	其他	-916.77	-270.57	-14.43	-16.63
少数股东损益	-47.21	-61.95	-76.41	-91.90	筹资活动现金流净额	-916.77	-6276.29	-3955.00	-4876.72
归属母公司股东净利润	6005.72	7881.15	9720.17	11691.84	现金流量净额	1815.93	5856.24	8084.11	9094.99
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	11624.87	17481.11	25565.22	34660.21	成长能力				
应收和预付款项	201.82	895.07	665.82	832.82	销售收入增长率	5.28%	22.93%	17.45%	15.30%
存货	4695.66	5229.10	5795.48	6178.64	营业利润增长率	30.07%	29.26%	23.33%	20.28%
其他流动资产	3367.35	194.20	228.08	262.97	净利润增长率	28.35%	31.23%	23.33%	20.28%
长期股权投资	2477.67	2477.67	2477.67	2477.67	EBITDA 增长率	33.78%	33.31%	22.65%	19.67%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8897.74	8909.73	8975.22	9108.95	毛利率	83.05%	84.64%	85.51%	86.60%
无形资产和开发支出	2657.12	2449.94	2265.17	2090.89	三费率	22.83%	22.86%	21.06%	19.76%
其他非流动资产	1086.98	1086.75	1086.52	1086.29	净利率	35.78%	38.20%	40.11%	41.85%
资产总计	35009.20	38723.57	47059.17	56698.44	ROE	25.70%	31.52%	31.61%	31.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.02%	20.19%	20.49%	20.46%
应付和预收款项	5276.62	9061.10	11599.30	14445.08	ROIC	48.76%	66.57%	109.85%	171.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	48.86%	52.98%	55.33%	57.43%
其他负债	6550.71	4853.18	4947.39	5001.04	营运能力				
负债合计	11827.33	13914.28	16546.69	19446.12	总资产周转率	0.52	0.56	0.56	0.53
股本	1464.75	1464.75	1464.75	1464.75	固定资产周转率	3.96	2.75	2.88	3.14
资本公积	3722.78	3722.78	3722.78	3722.78	应收账款周转率	1681.96	3849.45	2828.41	3072.53
留存收益	17701.27	19576.69	25356.29	32188.04	存货周转率	0.68	0.63	0.63	0.62
归属母公司股东权益	23074.86	24764.22	30543.82	37375.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.18%	—	—	—
少数股东权益	107.01	45.06	-31.35	-123.25	资本结构				
股东权益合计	23181.87	24809.28	30512.47	37252.32	资产负债率	33.78%	35.93%	35.16%	34.30%
负债和股东权益合计	35009.20	38723.57	47059.17	56698.44	带息债务/总负债	33.72%	28.66%	24.10%	20.51%
					流动比率	2.57	2.42	2.59	2.73
					速动比率	1.96	1.89	2.12	2.33
					股利支付率	0.00%	76.20%	40.54%	41.57%
					每股指标				
					每股收益	4.10	5.38	6.64	7.98
					每股净资产	15.83	16.94	20.83	25.43
					每股经营现金	3.36	8.39	8.41	9.81
					每股股利	0.00	4.10	2.69	3.32
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	8135.78	10846.12	13303.10	15920.48					
PE	64.14	48.88	39.63	32.95					
PB	16.62	15.53	12.62	10.34					
PS	23.13	18.82	16.02	13.90					
EV/EBITDA	46.28	34.17	27.25	22.20					
股息率	0.00%	1.56%	1.02%	1.26%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn