

泸州老窖 (000568.SZ)

产品结构持续优化，2020Q1 经营持续向好

事件：

公司公布2020年报及2021年一季报，2020年实现营业收入166.53亿元，同增5.28%，归母净利润60.06亿元，同增29.38%。21Q1实现营业收入50.04亿元，同增40.85%，归母净利21.67亿元，同增26.92%。

点评：

➤ **2020年业绩完美收官，略超预期。**其中20Q4营收、归母净利分别为50.54、11.90亿元，同增16.45%、40.59%，产品控货挺价效果明显。按产品分类来看，其中2020年中高档酒、其他酒类分别实现收入142.37、22.11亿元，同增15.33%、-32.41%，占比85.49%、13.28%，同比+7.45%、-7.40pcts，而且中高酒吨位价实现17.07%的增长，产品结构持续优化，国窖1573需求强盛以及特曲提价为收入增长提供主要贡献，产品力强。2020年产品销售毛利率为83.05%，同增2.43pct，产品结构优化削弱新会计准则对毛利率不利的影响。销售费用率为18.56%，同减7.91pct，毛销比扩大，经营向好。管理费用率为5.59%，同减0.01pct，相对稳定。

➤ **2021Q1业绩超预期，在高端酒中表现优异，公司整体经营向好。**2020Q1延续2020Q4势头，业绩实现超预期，同比2020Q1增长40.85%，与2019Q1相比增长20.01%。2021Q1销售费用率、管理费用率较为平稳；税金及其附加同比增加绝对额4.39亿元，同增超过200%，是造成归母净利润增速慢于营收的主要原因。销售回款211.76亿元，同增224.28%，将2020Q4与2021Q1回款加总同比仍然增加14.11%，公司回款良好。

➤ **国窖1573批价仍有提价空间，看好公司“十四五规划”的完成。**根据渠道反馈，经销商打款有序，国窖1573当前批价达到890-900元左右，仍有提价空间，渠道库存处于低位；线上终端成交价稳定在1000元以上，终端对千元价格带的白酒的接受度有所提高，因此，持续看好国窖品牌释放对收入的提升以及“十四五规划”的完成。

➤ **盈利预测：**根据公司最新年报及计划，我们调整公司盈利预测及目标价。我们预计公司2021-2023年收入分别为210.22/261.18/316.77亿元，同增26.24%/24.24%/21.28%；净利润分别为731.2/930.5/116.54亿元，同增21.75%/27.27%/25.24%；对应PE为52.68/41.40/33.05倍。目标价304.90元。

➤ **风险提示：**市场资金偏好发生转变；新品推出效果不及预期；酱酒热对浓香型白酒的挤占。

审慎推荐(维持评级)

当前价格：262.98元

目标价格：304.90元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,465/1,464
流通A股市值(百万元)	385,083
每股净资产(元)	14.95
资产负债率(%)	29.84
一年内最高/最低(元)	327.66/78.18

一年内股价相对走势



团队成员：

分析师 赖靖瑜

执业证书编号：S0210520080004

电话：021-20655283

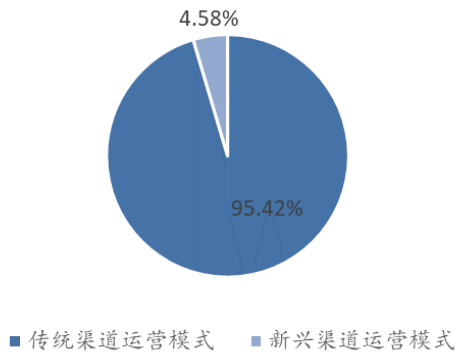
邮箱：lly2652@hfzq.com.cn

相关报告

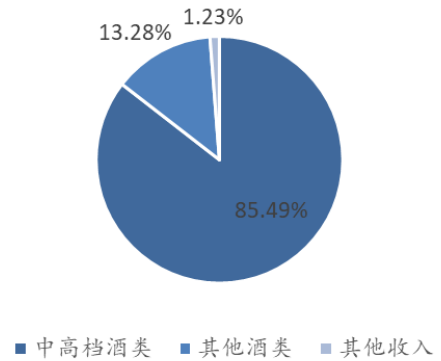
泸州老窖(000568.SZ)：稳坐高端第三，“高光”寻觅白酒增量市场

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,817	16,653	21,022	26,118	31,677
增长率(%)	21.15	5.28	26.24	24.24	21.28
净利润(百万元)	4,642	6,006	7,312	9,305	11,654
增长率(%)	33.17	29.38	21.75	27.27	25.24
EPS(元/股)	3.17	4.10	4.99	6.35	7.96
市盈率(P/E)	27.35	64.14	52.68	41.40	33.05
市净率(P/B)	6.54	16.69	14.36	11.71	9.63

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：收入按销售模式情况分类


来源：公司年报，华福证券研究所

图表 2：收入按产品分类


来源：公司年报，华福证券研究所

图表 3：财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	11,625	15,111	20,007	25,947	营业收入	16,653	21,022	26,118	31,677
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,823	3,052	3,509	4,046
应收账款	2	2	2	3	税金及附加	2,224	2,673	3,321	4,028
预付账款	75	81	93	107	销售费用	3,091	4,976	5,981	6,877
存货	4,696	3,662	4,211	5,058	管理费用	844	1,110	1,358	1,642
合同资产	0	0	0	0	研发费用	86	108	135	163
其他流动资产	3,492	4,408	5,477	6,643	财务费用	-132	-335	-330	-329
流动资产合计	19,890	23,264	29,790	37,758	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	2,478	2,478	2,478	2,478	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	6,886	7,466	8,006	8,510	投资收益	201	201	130	130
在建工程	2,012	2,475	2,275	1,775	其他收益	32	44	44	44
无形资产	2,657	2,391	2,152	1,937	营业利润	7,959	9,683	12,318	15,423
商誉	0	0	0	0	营业外收入	33	32	33	33
其他非流动资产	1,086	1,087	1,087	1,086	营业外支出	53	50	50	50
非流动资产合计	15,119	15,897	15,998	15,786	利润总额	7,939	9,665	12,301	15,406
资产合计	35,009	39,161	45,788	53,544	所得税	1,980	2,411	3,069	3,843
短期借款	0	0	0	0	净利润	5,959	7,254	9,232	11,563
应付票据	121	131	151	174	少数股东损益	-47	-58	-73	-91
应付账款	2,604	2,815	3,237	3,732	归属母公司净利润	6,006	7,312	9,305	11,654
预收款项	0	0	0	0	NOPLAT	5,859	7,003	8,985	11,316
合同负债	1,679	2,119	2,633	3,193	EPS (摊薄)	4.10	4.99	6.35	7.96
其他应付款	502	502	502	502					
一年内到期的非流动负债	72	72	72	72					
其他流动负债	2,769	2,582	2,243	1,906					
流动负债合计	7,747	8,221	8,838	9,579					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	3,988	3,988	3,988	3,988					
其他非流动负债	92	92	92	92					
非流动负债合计	4,080	4,080	4,080	4,080					
负债合计	11,827	12,301	12,918	13,659					
归属母公司所有者权益	23,075	26,817	32,900	40,007					
少数股东权益	107	43	-30	-122					
所有者权益合计	23,182	26,860	32,870	39,885					
负债和股东权益	35,009	39,161	45,788	53,544					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,916	7,685	8,369	10,398
现金收益	6,135	7,656	9,652	11,996
存货影响	-1,054	1,034	-549	-847
经营性应收影响	94	-6	-13	-15
经营性应付影响	-1,554	220	442	518
其他影响	1,296	-1,218	-1,163	-1,255
投资活动现金流	-2,174	-1,513	-850	-550
资本支出	-2,757	-1,513	-850	-550
股权投资	-247	0	0	0
其他长期资产变化	830	0	0	0
融资活动现金流	-917	-2,686	-2,623	-3,908
借款增加	1,569	0	0	0
股利及利息支付	-2,421	-3,197	-4,511	-5,373
股东融资	10	10	10	10
其他影响	-75	501	1,878	1,455

主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	5.3%	26.2%	24.2%	21.3%
EBIT增长率	32.3%	19.5%	28.3%	25.9%
归母净利润增长率	29.4%	21.7%	27.3%	25.2%
获利能力				
毛利率	83.0%	85.5%	86.6%	87.2%
净利率	35.8%	34.5%	35.3%	36.5%
ROE	25.9%	27.2%	28.3%	29.2%
ROIC	27.5%	28.8%	31.1%	33.0%
偿债能力				
资产负债率	33.8%	32.6%	30.6%	28.8%
债务权益比	17.9%	15.5%	12.6%	10.4%
流动比率	256.7%	283.0%	337.1%	394.2%
速动比率	196.1%	238.4%	289.4%	341.4%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	0	0	0	0
应付账款周转天数	285	320	310	310
存货周转天数	531	493	404	412
每股指标 (元)				
每股收益	4.10	4.99	6.35	7.96
每股经营现金流	3.36	5.25	5.71	7.10
每股净资产	15.75	18.31	22.46	27.31
估值比率				
P/E	64	53	41	33
P/B	17	14	12	10
EV/EBITDA	55	44	35	28

数据来源：公司年报，华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。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	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1088 号招商银行上海大厦 18 层

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn