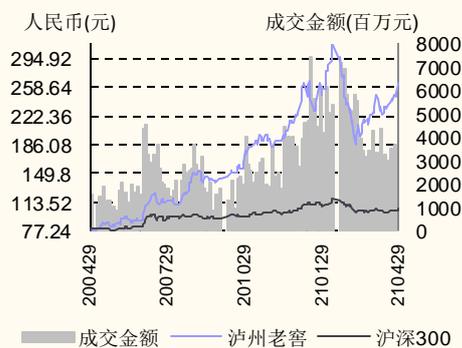


市场价格 (人民币): 262.98 元

21Q1 高质量增长, 薪酬改革激发活力

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.65
已上市流通 A 股(亿股)	14.64
总市值(亿元)	3,852.01
年内股价最高最低(元)	313.99/78.05
沪深 300 指数	5164
深证成指	14464



公司基本情况 (人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,817	16,653	20,983	25,809	31,228
营业收入增长率	21.15%	5.28%	26.00%	23.00%	21.00%
归母净利润(百万元)	4,642	6,006	7,503	9,457	11,731
归母净利润增长率	33.17%	29.38%	24.93%	26.05%	24.04%
摊薄每股收益(元)	3.169	4.100	5.12	6.46	8.01
每股经营性现金流净额	3.30	3.36	5.48	6.80	8.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.92%	26.03%	27.58%	29.04%	29.51%
P/E	27.35	55.16	51.34	40.73	32.83
P/B	6.54	14.36	14.16	11.83	9.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 4 月 29 日发布年报和一季报, 20 年营收 166.53 亿元, 同比 +5.28%; 归母净利 60.06 亿元, 同比 +29.38%。21Q1 营收 50.04 亿元, 同比 +40.85% (对比 19Q1 增长 20%); 归母净利 21.67 亿元, 同比 +26.92% (对比 19Q1 增长 43%), 业绩符合预期。

经营分析

- 20 年国窖稳健增长, 经营效率持续提升。**①收入端: 20 年中高档酒 (1573+特曲+窖龄)/其他酒 (头二曲) 收入分别为 142.37/22.11 亿元, 同比 +15.33%/-32.41%。我们预计, 20 年国窖收入增长双位数以上, 特曲+窖龄略有下滑。②利润端: 20 年净利率同比 +6.43pcts, 其中毛利率同比 +2.43pcts, 预计系产品结构升级所致; 销售费用率同比 -7.91pcts, 预计系疫情影响促销活动+会计准则调整将物流费计入营业成本。
- 21Q1 业绩受缴税节奏扰动, 中档酒需求加速恢复。**①收入端: 21Q1 营收同比 +40.85%, 我们预计, 国窖增速 20-30%, 中档酒翻倍以上增长 (超过 19Q1 水平)。②利润端: 21Q1 净利率同比 -5.03pcts, 其中税金及附加占比同比 +7.05pcts, 主要系 20Q1 基数较低; 毛利率同比 -0.81pct, 预计系中档酒恢复导致高档酒占比同比下滑。
- 市场化薪酬有望激发活力, 十四五昂扬向前。**公司 21 年营收目标增速不低于 15%。我们预计, 国窖有望实现 20-30% 的增长; 特曲、窖龄收入增速更快, 整体收入端 25-30% 的增长可期, 利润端增速或将慢于收入。公司公告将实施市场化的高管薪酬激励举措, 有望激发企业新活力。中长期看, 千元价格带加速扩容, 国窖全国化布局持续落子; 中档酒份额有望加速向龙头集中, 泸州老窖品牌复兴正当时。

盈利调整

- 鉴于之前对千元价格带扩容速度、中档酒改革进展的预测不够乐观, 并结合十四五规划, 我们对上次预测的 21-22 年归母净利分别调整 +2%/+7%, 预计 21-23 年收入增速为 26%/23%/21%, 利润增速为 25%/26%/24%, EPS 为 5.1/6.5/8.0 元, PE 为 51/41/33 倍, 维持买入评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险、区域市场竞争加剧风险、食品安全问题。

相关报告

- 《国窖动销良好, Q3 业绩超预期-泸州老窖三季报点评》, 2020.10.29
- 《业绩超预期, 挺价护航中秋旺季-泸州老窖中报点评》, 2020.8.27
- 《国窖销售公司股东大会点评-价格上行给予信心, 全国化布局持续落...》, 2020.8.1

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	13,055	15,817	16,653	20,983	25,809	31,228	货币资金	9,367	9,754	11,625	15,119	19,916	26,564
增长率		21.2%	5.3%	26.0%	23.0%	21.0%	应收账款	2,565	2,572	3,338	3,751	4,614	5,583
主营业务成本	-2,934	-3,065	-2,823	-3,462	-3,923	-4,434	存货	3,230	3,641	4,696	4,932	5,481	6,075
%销售收入	22.5%	19.4%	17.0%	16.5%	15.2%	14.2%	其他流动资产	331	347	231	298	327	357
毛利	10,121	12,752	13,829	17,520	21,886	26,794	流动资产	15,494	16,314	19,890	24,101	30,338	38,578
%销售收入	77.5%	80.6%	83.0%	83.5%	84.8%	85.8%	%总资产	68.5%	56.4%	56.8%	60.7%	65.6%	70.6%
营业税金及附加	-1,606	-1,976	-2,224	-2,791	-3,355	-4,060	长期投资	2,367	2,583	2,825	2,838	2,851	2,874
%销售收入	12.3%	12.5%	13.4%	13.3%	13.0%	13.0%	固定资产	4,030	8,776	8,899	9,228	9,468	9,562
销售费用	-3,393	-4,186	-3,091	-4,029	-5,123	-6,183	%总资产	17.8%	30.3%	25.4%	23.3%	20.5%	17.5%
%销售收入	26.0%	26.5%	18.6%	19.2%	19.9%	19.8%	无形资产	232	333	2,659	2,707	2,756	2,806
管理费用	-722	-829	-844	-1,081	-1,337	-1,624	非流动资产	7,110	12,606	15,120	15,573	15,905	16,092
%销售收入	5.5%	5.2%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%	%总资产	31.5%	43.6%	43.2%	39.3%	34.4%	29.4%
研发费用	-62	-72	-86	-105	-116	-141	资产总计	22,605	28,920	35,009	39,674	46,243	54,670
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	0	0	72	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	4,338	5,689	7,585	9,516	11,955	14,787	应付款项	1,895	2,568	3,227	3,230	3,605	3,987
%销售收入	33.2%	36.0%	45.5%	45.4%	46.3%	47.4%	其他流动负债	3,521	4,220	4,448	5,037	5,864	6,706
财务费用	215	205	132	128	223	355	流动负债	5,415	6,787	7,748	8,267	9,469	10,692
%销售收入	-1.6%	-1.3%	-0.8%	-0.6%	-0.9%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	2	1	0	-1	-1	-1	其他长期负债	65	2,578	4,080	4,083	4,084	4,085
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	5,481	9,365	11,827	12,350	13,553	14,777
投资收益	98	155	201	210	240	260	普通股股东权益	16,965	19,407	23,075	27,209	32,565	39,756
%税前利润	2.1%	2.5%	2.5%	2.1%	1.9%	1.7%	其中：股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
营业利润	4,677	6,119	7,959	9,902	12,469	15,457	未分配利润	10,182	12,560	16,237	20,371	25,727	32,918
营业利润率	35.8%	38.7%	47.8%	47.2%	48.3%	49.5%	少数股东权益	160	148	107	115	125	137
营业外收支	-18	-15	-20	-25	-20	-15	负债股东权益合计	22,605	28,920	35,009	39,674	46,243	54,670
税前利润	4,659	6,104	7,939	9,877	12,449	15,442	比率分析						
利润率	35.7%	38.6%	47.7%	47.1%	48.2%	49.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-1,148	-1,462	-1,981	-2,365	-2,982	-3,698	每股指标						
所得税率	24.6%	23.9%	24.9%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	2.380	3.169	4.100	5.123	6.457	8.009
净利润	3,510	4,642	5,959	7,511	9,467	11,743	每股净资产	11.582	13.249	15.753	18.576	22.233	27.142
少数股东损益	25	0	-47	8	10	12	每股经营现金净流	2.934	3.305	3.357	5.475	6.801	8.286
归属于母公司的净利润	3,486	4,642	6,006	7,503	9,457	11,731	每股股利	1.550	1.590	2.051	2.300	2.800	3.100
净利率	26.7%	29.3%	36.1%	35.8%	36.6%	37.6%	回报率						
							净资产收益率	20.55%	23.92%	26.03%	27.58%	29.04%	29.51%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	15.42%	16.05%	17.15%	18.91%	20.45%	21.46%
净利润	3,510	4,642	5,959	7,511	9,467	11,743	投入资本收益率	19.04%	19.57%	20.85%	23.06%	24.74%	25.59%
少数股东损益	25	0	-47	8	10	12	增长率						
非现金支出	162	167	309	730	832	880	主营业务收入增长率	25.60%	21.15%	5.28%	26.00%	23.00%	21.00%
非经营收益	-45	-280	-187	-96	-100	-117	EBIT增长率	37.26%	31.13%	33.33%	25.46%	25.63%	23.69%
营运资金变动	671	311	-1,164	-125	-238	-370	净利润增长率	36.27%	33.17%	29.38%	24.93%	26.05%	24.04%
经营活动现金净流	4,298	4,841	4,916	8,020	9,962	12,138	总资产增长率	14.42%	27.94%	21.06%	13.33%	16.56%	18.22%
资本开支	-1,468	-4,572	-2,123	-1,102	-1,111	-1,007	资产管理能力						
投资	-17	-8	-80	-13	-13	-23	应收账款周转天数	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
其他	19	29	29	210	240	260	存货周转天数	375.8	409.1	538.9	520.0	510.0	500.0
投资活动现金净流	-1,465	-4,551	-2,174	-905	-884	-770	应付账款周转天数	126.4	188.2	289.1	240.0	230.0	220.0
股权募资	4	4	10	0	0	0	固定资产周转天数	28.8	35.1	151.0	174.4	159.4	139.8
债权募资	0	2,490	1,494	-72	0	0	偿债能力						
其他	-1,920	-2,398	-2,430	-3,548	-4,281	-4,720	净负债/股东权益	-54.70%	-37.14%	-32.63%	-40.74%	-48.72%	-56.59%
筹资活动现金净流	-1,916	95	-926	-3,621	-4,281	-4,720	EBIT利息保障倍数	-20.2	-27.7	-57.3	-74.3	-53.5	-41.6
现金净流量	917	386	1,816	3,494	4,797	6,647	资产负债率	24.25%	32.38%	33.78%	31.13%	29.31%	27.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402