

**证券研究报告—动态报告**

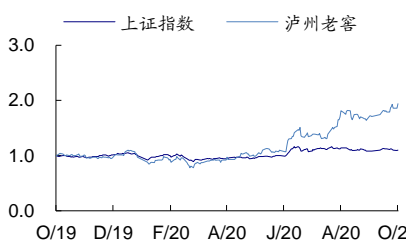
食品饮料

饮料

**泸州老窖(000568)**
**买入**
**2020 年报及 2021 一季报点评**

(维持评级)

2021 年 4 月 30 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,465/1,464
总市值/流通(百万元)	238,315/238,243
上证综指/深圳成指	3,269/13,388
12 个月最高/最低(元)	164.00/64.88

**相关研究报告:**

《泸州老窖-000568-2019 年年报及 2020 年一季报点评: 积极应对疫情影响, 着眼长远发展》——2020-05-06

《泸州老窖-000568-2019 年三季报点评: 盈利稳步提升, 百亿后续攀高峰》——2019-10-31

《泸州老窖-000568-2019 年中报点评: 业绩符合预期, 中高端增长强劲》——2019-08-29

《泸州老窖-000568-2018 年年报及 2019 年一季报点评: 业绩超预期, 高档酒增长靓丽》——2019-04-26

《泸州老窖-000568-2018 年三季报点评: 业绩超预期, 现金流改善》——2018-10-30

**证券分析师: 陈青青**

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

**证券分析师: 熊鹏**

电话: 021-60875164

E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**21Q1 业绩符合预期, “十四五” 坚定重回行业前三**
**● 21Q1 业绩符合预期, 顺利实现开门红**

公司 2020 年实现营收 166.53 亿元 (+5.29%), 归母净利润 60.06 亿元 (+29.38%), 单 Q4 营收 50.54 亿元 (+16.45%), 归母净利润 11.91 亿元 (+40.63%), 业绩增速快于收入主要系高档酒发货动销较好带来产品结构持续升级, 预计国窖全年增速超过 20%。2021Q1 公司实现营收 50.04 亿元 (+40.85%), 归母净利润 21.67 亿元 (+26.92%), 收入略超, 利润基本符合我们此前预期。春节期间国窖发货动销两旺, 特曲也有较好恢复性增长, 渠道打款发货进度正常, 顺利实现开门红。2021Q1 末公司合同负债 16.92 亿元, 同比大幅增长 10.66 亿元, 一季度销售商品收到现金 64.47 亿元, 同比增长 137.9%, 主要系一季度需求旺盛经销商打款较为积极。

**● 销售费用率维持低位, 税金率大幅扰动净利率**

21Q1 公司毛利率同比下滑 0.81pct 至 86.04%, 主要系 20Q1 疫情影响下国窖占比较高以及运输费调整至成本项核算; 销售费用率同比下滑 0.19pct 至 13.48%, 在去年疫情减少投入下今年销售费用率仍维持低位, 预计主要系公司品牌投入效果显现, 逐步进入收获期费用率下行阶段; 管理费用率 (包括研发费用) 小幅下滑 0.64pct 至 4.23%, 税金及附加比率同比大幅增长 7.05pct 至 12.96%, 主要系生产季节性波动影响税收缴纳节奏; 综合影响下, 21Q1 公司净利率同比下滑 5.03pct 至 43.56%。

**● 制定高管薪酬考核, 进一步激发内生动力, “十四五” 目标重回前三**

公司公告制定《高级管理人员薪酬与考核管理办法》, 坚持市场化导向、激励与约束并重、短期效益与中长期目标相结合、经济效益与综合效益相结合的原则, 激发公司经营班子活力, 实现股东、公司和管理层三者之间利益的有效绑定。同时 2020 年年报中公司提出“十四五” 坚定重回中国白酒行业“前三” 目标, 2021 年作为五年规划开局之年, 公司全面确立由守转攻格局, 终端需求旺盛价格持续上行之下, 全年业绩高增无虞。

**投资建议:** Q1 收入超预期, 上调公司 2021-2023 年归母净利润至 79.11/100.77/124.84 亿元, 摊薄 EPS 为 5.40/6.88/8.52 元, 股价对应 PE 为 49/38/31x, 维持“买入” 评级。**风险提示:** 高档酒需求不及预期

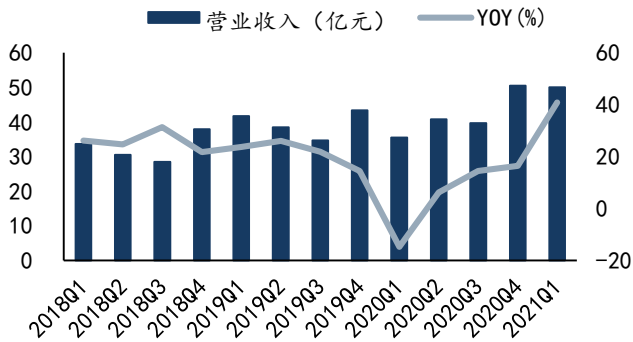
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,817	16,653	21,371	26,295	31,628
(+/-%)	21.2%	5.3%	28.3%	23.0%	20.3%
净利润(百万元)	4642	6006	7911	10077	12484
(+/-%)	33.2%	29.4%	31.7%	27.4%	23.9%
摊薄每股收益(元)	3.17	4.10	5.40	6.88	8.52
EBIT Margin	36.4%	46.1%	47.3%	48.8%	49.9%
净资产收益率(ROE)	23.9%	26.0%	28.5%	29.8%	30.3%
市盈率(PE)	83.0	64.1	48.7	38.2	30.9
EV/EBITDA	66.6	49.8	36.0	28.6	23.4
市净率(PB)	14.05	12.28	10.70	9.27	8.03

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

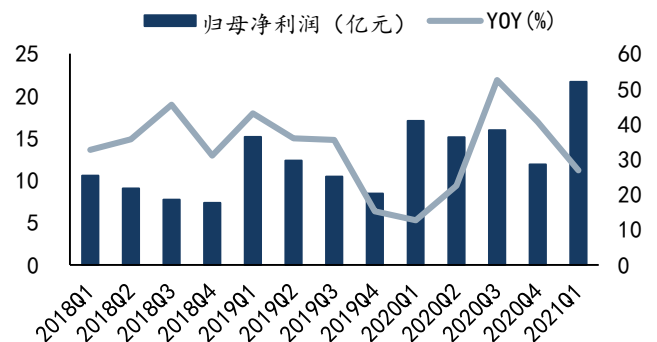
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 泸州老窖分季度营业收入及同比增速



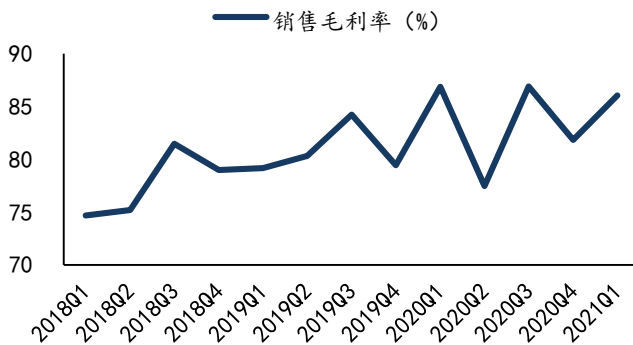
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 泸州老窖分季度归母净利润及同比增速



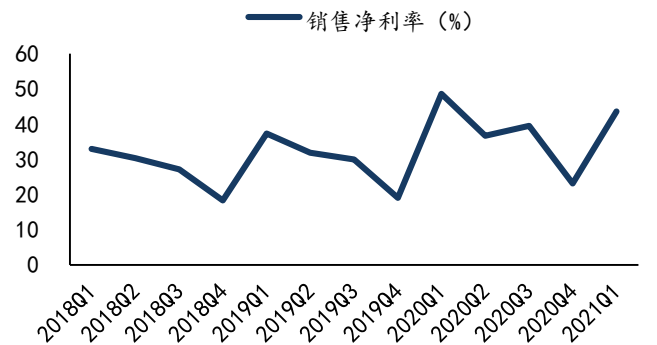
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 泸州老窖分季度毛利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 泸州老窖分季度净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 4 月 29 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600519.SH	贵州茅台	54.5	25455	32.80	37.17	43.36	62	55	47	买入
000858.SZ	五粮液	56.3	11237	4.48	5.13	6.40	65	57	45	买入
600809.SH	山西汾酒	118	3626	2.22	3.53	5.34	187	118	78	买入
	平均	76.3	13439	13.17	15.28	18.37	105	76	57	
000568.SZ	泸州老窖	83.0	3852	3.17	4.10	5.40	83	64	49	买入

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	11625	13781	17954	23654	营业收入	16653	21371	26295	31628
应收款项	127	171	210	253	营业成本	2823	3543	4002	4477
存货净额	4696	4444	5159	5963	营业税金及附加	2224	2671	3287	3954
其他流动资产	3442	4417	5435	6537	销售费用	3091	3890	4786	5756
<b>流动资产合计</b>	<b>19890</b>	<b>22814</b>	<b>28758</b>	<b>36408</b>	管理费用	844	1153	1395	1656
固定资产	8899	10443	12018	13429	财务费用	(132)	(141)	(300)	(480)
无形资产及其他	2657	2551	2445	2338	投资收益	201	151	169	174
投资性房地产	1085	1085	1085	1085	资产减值及公允价值变动	0	1	0	0
长期股权投资	2478	2695	2928	3160	其他收入	(45)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>35009</b>	<b>39588</b>	<b>47234</b>	<b>56420</b>	营业利润	7959	10406	13295	16439
短期借款及交易性金融负债	72	24	32	43	营业外净收支	(20)	(18)	(18)	(18)
应付款项	2726	2250	2867	3494	<b>利润总额</b>	<b>7939</b>	<b>10388</b>	<b>13277</b>	<b>16421</b>
其他流动负债	4950	5354	6393	7537	所得税费用	1981	2540	3279	4035
<b>流动负债合计</b>	<b>7748</b>	<b>7627</b>	<b>9291</b>	<b>11073</b>	少数股东损益	(47)	(62)	(79)	(98)
长期借款及应付债券	3988	3988	3988	3988	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6006</b>	<b>7911</b>	<b>10077</b>	<b>12484</b>
其他长期负债	92	105	119	129					
<b>长期负债合计</b>	<b>4080</b>	<b>4093</b>	<b>4106</b>	<b>4117</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>11827</b>	<b>11721</b>	<b>13398</b>	<b>15190</b>	净利润	6006	7911	10077	12484
少数股东权益	107	70	23	(35)	资产减值准备	(1)	(0)	(0)	(0)
股东权益	23075	27797	33813	41265	折旧摊销	308	920	1125	1290
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>35009</b>	<b>39588</b>	<b>47234</b>	<b>56420</b>	公允价值变动损失	0	(1)	(0)	(0)
					财务费用	(132)	(141)	(300)	(480)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(631)	(825)	(103)	(167)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(27)	(37)	(47)	(58)
每股收益	4.10	5.40	6.88	8.52	<b>经营活动现金流</b>	<b>5655</b>	<b>7969</b>	<b>11052</b>	<b>13548</b>
每股红利	1.65	2.18	2.77	3.44	资本开支	(409)	(2358)	(2594)	(2594)
每股净资产	15.75	18.98	23.08	28.17	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	26%	30%	35%	41%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(656)</b>	<b>(2576)</b>	<b>(2826)</b>	<b>(2826)</b>
ROE	26%	28%	30%	30%	权益性融资	10	0	0	0
毛利率	83%	83%	85%	86%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	46%	47%	49%	50%	支付股利、利息	(2421)	(3188)	(4061)	(5032)
EBITDA Margin	48%	52%	53%	54%	其它融资现金流	1703	(48)	8	11
收入增长	5%	28%	23%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3128)</b>	<b>(3236)</b>	<b>(4053)</b>	<b>(5021)</b>
净利润增长率	29%	32%	27%	24%	<b>现金净变动</b>	<b>1871</b>	<b>2156</b>	<b>4172</b>	<b>5701</b>
资产负债率	34%	30%	28%	27%	货币资金的期初余额	9754	11625	13781	17954
息率	0.6%	0.8%	1.1%	1.3%	货币资金的期末余额	11625	13781	17954	23654
P/E	64.1	48.7	38.2	30.9	企业自由现金流	5025	5378	8086	10435
P/B	16.7	13.9	11.4	9.3	权益自由现金流	6729	5570	8287	10731
EV/EBITDA	49.8	36.0	28.6	23.4					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032