

# 泸州老窖 (000568)

证券研究报告

2021年05月06日

## 预期稳稳落地，老窖精心耕耘硕果累累

**事件：**2020 实现营业收入 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 29.38%；实现扣非后归母净利润 59.91 亿元，同比增长 30.21%。分季度来看，2020Q4 实现营业收入 50.54 亿元，同比增长 16.45%；实现归母净利润 11.90 亿元，同比增长 40.59%。

2021Q1 实现营业收入 50.04 亿元，同比增长 40.85%；实现归母净利润 21.67 亿元，同比增长 26.92%；实现扣非后归母净利润 21.58 亿元，同比增长 25.93%。**公司 20Q4&21Q1 业绩表现稳健、预期稳稳落地。20Q4 利润、21Q1 营收同比增速数据较高，我们认为主要系低基数原因。**

我们认为营收的增长主要由产品结构升级贡献，均价提升，分产品来看，中高档酒（国窖、窖龄、特曲）同比增长 15.33%，其他酒类（头曲、二曲）同比下滑 32.41%，中高档酒营收占比 85.49%，同比增加 7.4pct。我们分析受疫情影响，高端酒需求刚性，宴席等需求受影响较大，故公司产品结构中中高端占比提升。

从产销量上看，2020 年酒类生产量 11.1 万吨，同比减少 19.18%；销售量 12.1 万吨，同比减少 15.26%，主要系其他酒类产销量同比减少 19.89%/18.28%，同时中高档酒产销量分别同比减少 16.55%/1.49%，库存量也均有所下降，期末库存量中 3.6w 吨成品酒，半成品酒（含基础酒）27.8w 吨。产能建设进度上，酿酒工程技改项目建设完成，工程形象进度达到 100%，黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目及制曲配套设备购置项目建设完成，以上项目验收、结算工作有序推进。

2020 毛利率水平 83.05%，同比增长 2.43pct。2020 期间费用率 23.35%，同比下降 7.5pct；销售费用率 18.56%，同比下降 7.91pct；管理费用率 5.07%，同比下降 0.16pct；研发费用率 0.52%，同比增长 0.06pct；财务费用率-0.8%，同比增长 0.51pct。2020 归母净利率水平 36.06%，同比增长 6.71pct，主要系产品结构升级带来的毛利率上涨、促销费用缩减影响。2020 年销售费用率大幅下滑，其中促销费用同比减少 42.2%，主要系受疫情影响，产品推广活动减少影响所致，另外，仓储及物流费同比减少 65.6%，主要系物流费作为履约成本列报为营业成本影响所致。

**盈利预测：**我们认为公司控费能力逐步增强，看好疫情后市场高端酒销售情况，上调盈利预测。预计 2021-2023 年营收为 212/261/318 亿元（21-22 年前值为 204/247 亿元），同比增长 27%/23%/22%；预计 2021-2023 年归母净利润为 79/97/121 亿元（21-22 年前值为 75/95 亿元），同比增长 31%/24%/24%。对应 21-23 年 EPS 为 5.4、6.7、8.3 元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,816.93	16,652.85	21,150.85	26,068.09	31,766.67
增长率(%)	21.15	5.28	27.01	23.25	21.86
EBITDA(百万元)	6,082.68	8,180.43	10,345.03	11,450.70	14,262.75
净利润(百万元)	4,641.99	6,005.72	7,863.24	9,741.82	12,126.99
增长率(%)	33.17	29.38	30.93	23.89	24.48
EPS(元/股)	3.17	4.10	5.37	6.65	8.28
市盈率(P/E)	75.69	58.50	44.68	36.07	28.97
市净率(P/B)	18.11	15.23	12.63	10.15	7.98
市销率(P/S)	22.21	21.10	16.61	13.48	11.06
EV/EBITDA	19.50	39.45	32.66	29.06	22.24

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	239.88 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)	351,364.82
流通 A 股市值(百万元)	351,257.86
每股净资产(元)	17.22
资产负债率(%)	31.67
一年内最高/最低(元)	327.66/78.18

### 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:业绩高增持续高质量发展，老窖开启荣光岁月》2021-04-16
- 《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

20Q4 税金及附加比例达到 19.55%，同比增长 5.60pct，21Q1 税金及附加比例达到 12.96%，同比增加 7.05pct。我们分析主要系公司从 20Q4 开始加强生产备货并给到销售公司，消费税有所增加。从存货来看，21Q1 末存货达到 51.53 亿元，较 2020 年末增长 9.7%。

2021Q1 毛利率水平 86.04%，同比下降 0.81pct，我们认为主要受到物流费用列报为营业成本影响所致。2021Q1 期间费用率 16.58%，同比下降 0.56pct；销售费用率 13.48%，同比下降 0.19pct；管理费用率 3.95%，同比下降 0.62pct；研发费用率 0.28%，同比下降 0.02pct；财务费用率-1.13%，同比增长 0.27pct。2021Q1 归母净利率水平 43.30%，同比下降 4.76pct，毛利率及期间费用率平稳，主要系税金及附加增长较多。

我们认为前期销售费用投放初见成效，我们判断费效比将持续提升，故从这个维度来看，老窖的未来业绩弹性将较大，这也是我们坚定看好老窖后续表现的重要原因之一。长期来看，国窖 1573 站稳高端、特典打开中低端市场，高光培育年轻消费群，老窖打造三级增长引擎。继续坚定看好老窖高端酒带来的业绩释放弹性。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,753.67	11,624.87	14,713.82	20,443.80	36,230.03
应收票据及应收账款	18.29	1.51	3,730.06	711.47	1,022.53
预付账款	151.82	74.69	246.07	146.87	313.54
存货	3,641.24	4,695.66	3,362.74	7,684.57	4,960.80
其他	2,748.72	3,492.97	2,406.76	2,838.93	3,162.98
<b>流动资产合计</b>	<b>16,313.74</b>	<b>19,889.70</b>	<b>24,459.45</b>	<b>31,825.64</b>	<b>45,689.88</b>
长期股权投资	2,230.72	2,477.67	2,477.67	2,477.67	2,477.67
固定资产	1,518.87	6,887.11	7,598.57	7,984.03	8,160.89
在建工程	7,257.39	2,012.13	1,243.28	793.97	506.38
无形资产	332.23	2,657.12	2,618.80	2,580.48	2,542.15
其他	1,267.02	1,085.48	1,036.85	1,128.65	1,082.31
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,606.23</b>	<b>15,119.51</b>	<b>14,975.16</b>	<b>14,964.79</b>	<b>14,769.40</b>
<b>资产总计</b>	<b>28,919.97</b>	<b>35,009.20</b>	<b>39,434.62</b>	<b>46,790.43</b>	<b>60,459.28</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,868.62	2,725.57	997.19	4,481.60	2,427.69
其他	4,918.45	5,022.00	8,269.65	4,638.47	10,885.18
<b>流动负债合计</b>	<b>6,787.08</b>	<b>7,747.57</b>	<b>9,266.84</b>	<b>9,120.07</b>	<b>13,312.88</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	2,490.88	3,987.87	2,159.59	2,879.45	3,008.97
其他	87.28	91.89	81.47	86.88	86.74
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,578.16</b>	<b>4,079.76</b>	<b>2,241.05</b>	<b>2,966.32</b>	<b>3,095.71</b>
<b>负债合计</b>	<b>9,365.24</b>	<b>11,827.33</b>	<b>11,507.89</b>	<b>12,086.40</b>	<b>16,408.59</b>
少数股东权益	147.89	107.01	105.02	79.11	36.18
股本	1,464.75	1,464.75	1,464.75	1,464.75	1,464.75
资本公积	3,722.78	3,722.78	3,814.72	3,753.42	3,763.64
留存收益	17,747.28	21,424.04	26,356.95	33,160.16	42,549.75
其他	(3,527.96)	(3,536.71)	(3,814.72)	(3,753.42)	(3,763.64)
<b>股东权益合计</b>	<b>19,554.73</b>	<b>23,181.87</b>	<b>27,926.73</b>	<b>34,704.03</b>	<b>44,050.69</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28,919.97</b>	<b>35,009.20</b>	<b>39,434.62</b>	<b>46,790.43</b>	<b>60,459.28</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,642.24	5,958.51	7,863.24	9,741.82	12,126.99
折旧摊销	167.39	308.91	155.71	182.17	199.05
财务费用	137.68	67.53	(164.87)	(179.37)	(170.44)
投资损失	(154.71)	(201.50)	(151.40)	(151.40)	(151.40)
营运资金变动	(2,787.08)	719.73	216.76	(1,938.68)	6,160.52
其它	2,836.10	(1,937.08)	(2.09)	(26.35)	(43.91)
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,841.62</b>	<b>4,916.10</b>	<b>7,917.34</b>	<b>7,628.19</b>	<b>18,120.81</b>
资本支出	5,131.31	2,998.44	70.42	74.59	50.13
长期投资	139.62	246.95	0.00	0.00	0.00
其他	(9,821.62)	(5,419.84)	(70.96)	58.11	41.05
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,550.70)</b>	<b>(2,174.46)</b>	<b>(0.54)</b>	<b>132.69</b>	<b>91.19</b>
债权融资	2,490.88	4,060.09	2,183.66	2,911.54	3,051.76
股权融资	273.91	128.19	75.25	122.57	185.16
其他	(2,671.36)	(5,105.06)	(7,086.76)	(5,065.03)	(5,662.68)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>93.44</b>	<b>(916.77)</b>	<b>(4,827.85)</b>	<b>(2,030.91)</b>	<b>(2,425.76)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>384.36</b>	<b>1,824.87</b>	<b>3,088.95</b>	<b>5,729.97</b>	<b>15,786.23</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>15,816.93</b>	<b>16,652.85</b>	<b>21,150.85</b>	<b>26,068.09</b>	<b>31,766.67</b>
营业成本	3,065.42	2,823.48	3,332.78	4,353.74	5,178.66
营业税金及附加	1,975.86	2,223.57	2,689.31	3,350.57	4,121.25
营业费用	4,186.10	3,090.66	4,018.66	5,995.66	7,147.50
管理费用	828.95	844.45	861.34	990.55	1,089.60
研发费用	71.64	85.86	211.51	260.68	317.67
财务费用	(205.08)	(132.45)	(164.87)	(179.37)	(170.44)
资产减值损失	0.00	0.00	(0.68)	(0.23)	(0.30)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	154.71	201.50	151.40	151.40	151.40
其他	(379.96)	(443.54)	(302.80)	(302.80)	(302.80)
<b>营业利润</b>	<b>6,119.29</b>	<b>7,959.32</b>	<b>10,354.20</b>	<b>11,447.89</b>	<b>14,234.14</b>
营业外收入	44.31	32.65	36.06	37.67	35.46
营业外支出	59.79	52.93	54.08	55.60	54.21
<b>利润总额</b>	<b>6,103.82</b>	<b>7,939.03</b>	<b>10,336.18</b>	<b>11,429.96</b>	<b>14,215.39</b>
所得税	1,461.58	1,980.51	2,475.04	1,714.49	2,132.31
<b>净利润</b>	<b>4,642.24</b>	<b>5,958.51</b>	<b>7,861.14</b>	<b>9,715.47</b>	<b>12,083.08</b>
少数股东损益	0.25	(47.21)	(2.09)	(26.35)	(43.91)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,641.99</b>	<b>6,005.72</b>	<b>7,863.24</b>	<b>9,741.82</b>	<b>12,126.99</b>
每股收益(元)	3.17	4.10	5.37	6.65	8.28

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.15%	5.28%	27.01%	23.25%	21.86%
营业利润	30.84%	30.07%	30.09%	10.56%	24.34%
归属于母公司净利润	33.17%	29.38%	30.93%	23.89%	24.48%
<b>获利能力</b>					
毛利率	80.62%	83.05%	84.24%	83.30%	83.70%
净利率	29.35%	36.06%	37.18%	37.37%	38.18%
ROE	23.92%	26.03%	28.26%	28.14%	27.55%
ROIC	64.26%	53.28%	53.33%	66.70%	74.51%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.38%	33.78%	29.18%	25.83%	27.14%
净负债率	-37.14%	-32.63%	-44.87%	-50.52%	-75.32%
流动比率	2.40	2.57	2.64	3.49	3.43
速动比率	1.87	1.96	2.28	2.65	3.06
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.09	1,681.96	11.34	11.74	36.64
存货周转率	4.60	3.99	5.25	4.72	5.02
总资产周转率	0.61	0.52	0.57	0.60	0.59
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.17	4.10	5.37	6.65	8.28
每股经营现金流	3.31	3.36	5.41	5.21	12.37
每股净资产	13.25	15.75	18.99	23.64	30.05
<b>估值比率</b>					
市盈率	75.69	58.50	44.68	36.07	28.97
市净率	18.11	15.23	12.63	10.15	7.98
EV/EBITDA	19.50	39.45	32.66	29.06	22.24
EV/EBIT	20.05	41.00	33.16	29.53	22.55

### 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