证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

泸州老窖(000568)

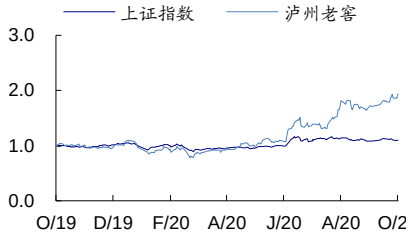
买入

2020 三季报点评

（维持评级）

2020 年 11 月 02 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：陈梦瑶
电话：18520127266
E-MAIL：chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001

证券分析师：熊鹏
电话：13012858690
E-MAIL：xiongpeng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：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

国窖高增长+费用率下滑，Q3 利润大超预期

● 国窖贡献主要增长，Q3 利润超预期

公司 2020 前三季度营收 115.99 亿元（+1.06%），归母净利润 48.15 亿元（+26.88%），单 Q3 营收 39.64 亿元(+14.45%)，归母净利润 15.95 亿元（+52.55%），扣非后归母净利润 15.81 亿元（+48.53%），利润超我们此前预期。分产品看，随着终端消费复苏国窖放量，Q3 国窖收入增长 30%以上，环比加速明显；中低档酒受疫情影响仍有所下滑，其中窖龄基本持平。Q3 季度末预收款 12.31 亿元，环比增长 6.43 亿元；销售收现 51.63 亿元(+25.90%)，经营性现金流净额 20.69 亿元(+26.24%)，主要系 9 月份专营公司提价前经销商打款较多。

● 产品结构升级增厚毛利率，销售费用率下滑拉升净利率

2020 前三季度公司毛利率 83.57%，同比增长 2.5pct，其中 Q3 毛利率 86.90%，同比增长 2.67pct，毛利率增长主要系国窖收入占比较高及吨价提升，同时考虑到新收入准则调整运输费至成本项核算，实际毛利率更高。Q3 销售费用率同比大幅下滑 13.77pct 至 17.01%，主要系去年费用率基数高、疫情影响下广告宣传及市场拓展工作有所减少，以及新收入准则下运输费变动，预计四季度费用投放将有所加大；管理费用率（包括研发费用）小幅下滑 0.72pct 至 5.46%，税金及附加比率同比增长 4.1pct 至 14.02%，主要系生产季节性波动影响。综合来看，Q3 公司净利率同比增长 9.55pct 至 39.48%，使得单季度利润增速大超市场预期。

● 下发五条新政为经销商“减负”，维系市场良性增长

前三季度公司全系产品销售较好，在供不应求情况下，以产定销、维持市场良性增长成为公司下一阶段重要工作。为给经销商“减负”，公司下发“五条新政”市场政策，首次明确表示不执行“开门红”，同时严格按照计划配额制。当前国窖批价稳步上行，终端需求旺盛，中长期来看，国窖将持续受益于高端酒扩容，在茅台引领下仍有较大的量价提升空间。

投资建议：考虑公司费用率大幅降低，上调公司 2020-2022 年归母净利润至 58.91/70.86/82.34 亿元，摊薄公司 EPS 为 4.02/4.84/5.62 元，当前股价对应 PE=41/33/29x。维持“买入”评级。

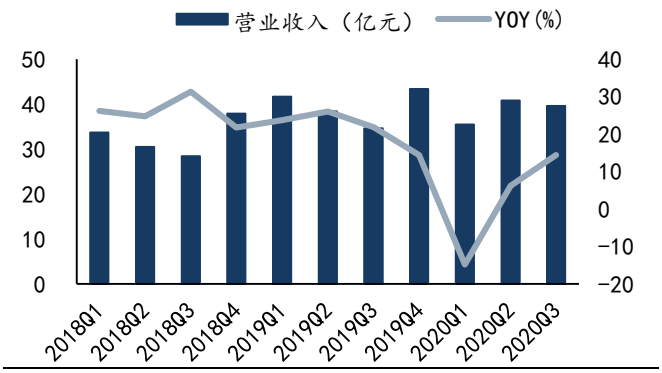
风险提示：高档酒需求不及预期；疫情影响超预期

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,055	15,817	16,674	19,210	21,735
(+/-%)	25.6%	21.2%	5.4%	15.2%	13.1%
净利润(百万元)	3486	4642	5891	7086	8234
(+/-%)	36.3%	33.2%	26.9%	20.3%	16.2%
摊薄每股收益(元)	2.38	3.17	4.02	4.84	5.62
EBIT Margin	33.7%	36.4%	45.1%	46.4%	47.2%
净资产收益率(ROE)	20.5%	23.9%	26.5%	27.6%	27.7%
市盈率(PE)	68.4	51.3	40.5	33.6	28.9
EV/EBITDA	53.4	41.8	31.2	25.4	21.8
市净率(PB)	14.05	12.28	10.70	9.27	8.03

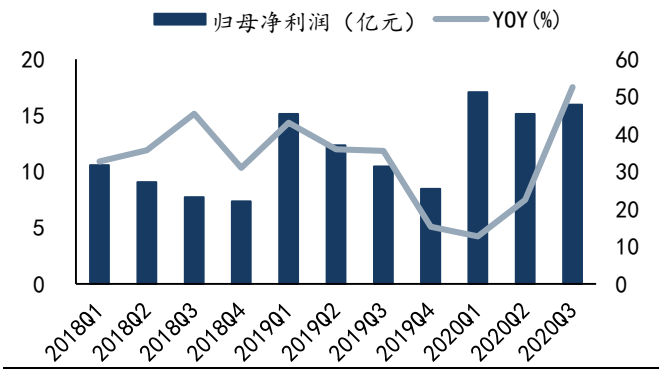
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：泸州老窖分季度营业收入及同比增速



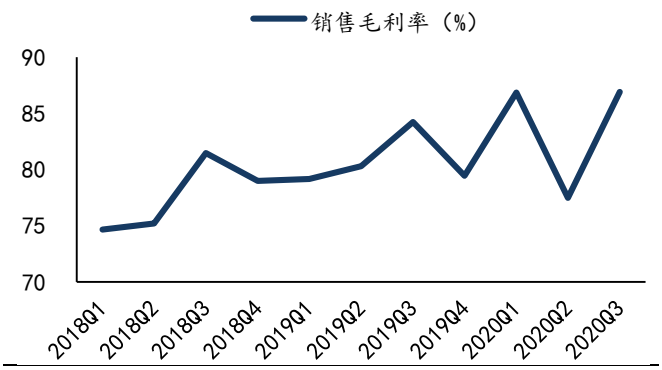
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：泸州老窖分季度归母净利润及同比增速



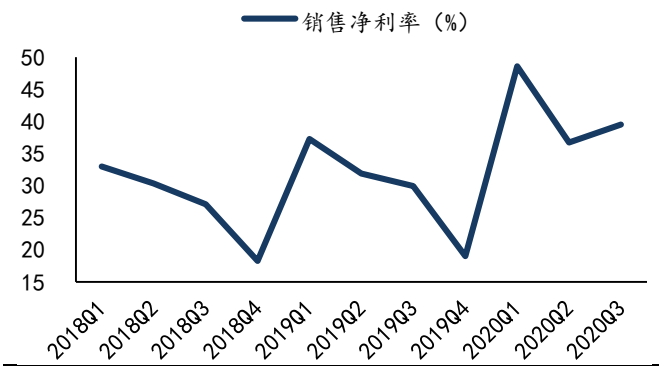
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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 2020 年 10 月 28 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	46.9	20913	32.80	37.17	43.50	50.76	44.79	38.27	买入
000858.SZ	五粮液	49.2	9315	**4.48**	**5.25**	**6.40**	53.57	45.71	37.50	买入
600809.SH	山西汾酒	82.8	1948	2.22	2.84	3.58	100.68	78.70	62.43	买入
	平均	59.63	10725.33	13.17	15.09	17.83	68.33	56.40	46.07	
000568.SZ	**泸州老窖**	**46.6**	**2383**	**3.17**	**4.02**	**4.84**	51.32	40.47	33.62	**,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）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	9754	9754	9754	9754
应收款项	132	1689	1946	2201
存货净额	3641	3218	3076	3204
其他流动资产	2786	2937	3384	3829
流动资产合计	16314	17598	18159	18988
固定资产	8776	13335	17877	22054
无形资产及其他	332	319	306	292
投资性房地产	1267	1267	1267	1267
长期股权投资	2231	2404	2560	2716
资产总计	28920	34923	40169	45318
短期借款及交易性金融负债	0	4342	5751	6388
应付款项	1869	1273	1366	1462
其他流动负债	4918	4312	4613	5023
流动负债合计	6787	9927	11730	12873
长期借款及应付债券	2491	2491	2491	2491
其他长期负债	87	93	99	110
长期负债合计	2578	2584	2589	2601
负债合计	9365	12511	14319	15474
少数股东权益	148	148	148	148
股东权益	19407	22264	25701	29696
负债和股东权益总计	28920	34923	40169	45318

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	3.17	4.02	4.84	5.62
每股红利	1.63	2.07	2.49	2.89
每股净资产	13.25	15.20	17.55	20.27
ROIC	25%	24%	23%	23%
ROE	24%	26%	28%	28%
毛利率	81%	83%	85%	86%
EBIT Margin	36%	45%	46%	47%
EBITDA Margin	37%	48%	52%	54%
收入增长	21%	5%	15%	13%
净利润增长率	33%	27%	20%	16%
资产负债率	33%	36%	36%	34%
息率	1.0%	1.3%	1.5%	1.8%
P/E	51.3	40.5	33.6	28.9
P/B	12.3	10.7	9.3	8.0
EV/EBITDA	41.8	31.2	25.4	21.8

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15817	16674	19210	21735
营业成本	3065	2868	2882	3108
营业税金及附加	1976	2084	2401	2717
销售费用	4186	3335	4034	4564
管理费用	829	872	974	1089
财务费用	(205)	(145)	(300)	(480)
投资收益	155	130	128	138
资产减值及公允价值变动	0	1	1	0
其他收入	(1)	0	0	0
营业利润	6119	7791	9348	10874
营业外净收支	(15)	(9)	(9)	(9)
利润总额	6104	7782	9339	10865
所得税费用	1462	1891	2253	2630
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	4642	5891	7086	8234

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4642	5891	7086	8234
资产减值准备	3	4	2	2
折旧摊销	167	515	1043	1407
公允价值变动损失	0	(1)	(1)	(0)
财务费用	(205)	(145)	(300)	(480)
营运资本变动	452	(2475)	(160)	(309)
其它	(3)	(4)	(2)	(1)
经营活动现金流	5262	3930	7968	9332
资本开支	(4904)	(5066)	(5572)	(5572)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(5043)	(5239)	(5729)	(5729)
权益性融资	4	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(2390)	(3033)	(3649)	(4240)
其它融资现金流	4944	4342	1409	637
融资活动现金流	168	1309	(2239)	(3603)
现金净变动	386	0	0	0
货币资金的期初余额	9367	9754	9754	9754
货币资金的期末余额	9754	9754	9754	9754
企业自由现金流	97	(1337)	2079	3299
权益自由现金流	5042	3190	3434	3847

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 ±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 ±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