太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-29

公司点评报告

买入/维持

泸州老窖(000568)

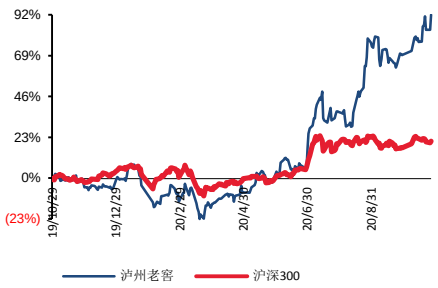
目标价：201.40

昨收盘：162.70

日常消费 食品、饮料与烟草

泸州老窖：高档酒表现强劲，费用减少增加业绩弹性

■ 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
12 个月最高/最低(元)	162.70/66.51

相关研究报告：

泸州老窖（000568）《泸州老窖：客观应对市场变化，静待品牌势能释放》--2020/04/30

泸州老窖（000568）《泸州老窖三季报点评：国窖维持高增长，迈入百亿阵营》--2019/10/31

泸州老窖（000568）《泸州老窖：国窖、特曲高增长，经营持续向好》--2019/08/28

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL：caixy@tpyzq.com

事件：公司前三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 115.99、48.15、48.15 亿元，同比增长 1.06%、26.88%、26.97%。单三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 39.64、15.95、15.81 亿元，同比增长 14.45%、52.55%、48.53%。收入符合预期，利润大超预期。

高档酒量价齐升、进一步提速，中低档环比改善：分产品看，高档国窖 1573 表现强劲，上半年 10%的增长、估计单三季度收入增速进一步加速，其中打款价格同比估计提升了 8%、量增贡献更多。中/低档酒上半年分别下滑 14%/34%、整体下滑 22%，估计单三季度中低档整体下滑幅度环比大幅改善。应收款项融资（应收票据）30.59 亿环比增加 2 亿、同比增加 11.7 亿、疫情背景下票据支持力度加大。合同负债（预收款）12.31 亿同比减少 3.61 亿、但环比大幅增加 6.43 亿，今年中秋放量背景下国窖一批价经受住了考验，稳定在 850 元左右，渠道信心提升，配合提价措施回款踊跃。收入恢复双位数增长及预收款环比增加带动单三季度销售收现 51.63 亿、同增 25.89%。

毛利率提升叠加疫情背景下销售费用减少带动净利率大幅提升：前三季度结构及提价带来毛利率提升 2.5 个点至 83.6%,税金比例提升 1.29 个点至 10.65%，疫情影响广告宣传费及市场拓展费用的投放、前三季度销售费用减少 8.19 亿、销售费用率下降 7.3 个点至 15.4%。管理费用率略增 0.21 个点至 5.24%。财务费用率增加 0.34 个点至-0.98%。毛利提升及销售费用率下降带来前三季度净利率提升 8.45 个点至 41.51%。

单三季度毛利率 86.9%增加 2.7 个点，税金比例 14.03%增加 4.1 个点，公司在加快生产、追赶上半年的税金缴纳进度，销售费用率 17%下降 13.8 个点。管理费用率 5.45%微降 0.7 个点。财务费用率-0.15%下降 1.5 个点。Q3 净利率 40.24%同增 10 个百分点。我们预计四季度会加大费用的投放节奏。

盈利预测与评级：

今年疫情下高端酒求黏性凸显，公司提出河南会战，继续加码高端品

执业资格证书编码：S1190517050002

牌。应对疫情部分消费需求的消失，公司主动调配任务、国窖批价稳步上行、渠道信心提升、回款积极。接下来应对春节旺季，提出不搞开门红、实施配额制，减少因往年春节经销商回款占比较大带来的资金压力，防止因资金回笼需求导致的扰乱价格秩序的行为，为批价的坚挺做好后盾和保障。我们看好公司国窖品牌的量价策略及未来发展空间，以及特曲逐步调整到位至目标价位带后的放量。近期公司推出轻奢光瓶酒“高光”，打造“第三曲线”，战略入局高线光瓶酒市场。

我们预计今年中低端拖累整体，收入增速在 5%，明年高端仍保持量价齐升的态势，中低端恢复双位数增长，2020~2022 年收入增速 5%、20%、17%，利润增速为 24%、22%、20%，给予 2022 年 35 倍，目标价 201.4 元，维持买入评级。

风险提示

消费需求放缓，竞争加剧，公司中高端酒销售放缓

■ 主要财务指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15816.93	16607.78	19929.33	23317.32
同比增长	21.15%	5.00%	20.00%	17.00%
净利润(百万元)	4641.99	5756.07	7022.40	8426.88
同比增长	33.17%	24.00%	22.00%	20.00%
摊薄每股收益(元)	3.17	3.93	4.79	5.75
PE	51	41	34	28

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。