食品饮料 泸州老窖（000568.SZ） 维持评级

报告原因：三季报点评 **高端白酒引领，利润超市场预期** **买入**

2020 年 10 月 28 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 28 日

收盘价(元)：162.70

年内最高/最低（元）：164/64.07

流通 A 股/总股本（亿）： 14.64/14.65

流通 A 股市值（亿）：2382

总市值（亿）：2383

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：3.17

每股净资产(元)：13.25

净资产收益率：25.53%

分析师：和芳芳

执业登记编码： S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 10 月 28 日晚间披露三季报，前三季度实现营收 115.99 亿元，同比增长 1.06%；净利润 48.15 亿元，同比增长 26.88%。

事件点评

- **国窖表现强劲，Q3 营收、利润实现双位数增长。**公司前三季度实现营业收入 115.99 亿元，同比上涨 1.06%，归母净利润 48.15 亿元，同比增长 26.88%。其中单 Q3 实现营收 39.64 亿元，同比增加 14.45%，归母净利润为 15.95 亿元，同比增长 52.55%，Q3 业绩环比大幅改善，利润超市场预期。主要在于国窖 1573 表现靓丽，预计 Q3 国窖同增 20%+。此外，经销商回款积极，Q3 销售商品收到的现金同比增加 25.89%，现金流增速快于营收增速。
- **国窖占比提升以及费用率下行，盈利能力不断提高。**2020 年前三季度销售净利率为 41.29%，同比增加 8.04pct，其中单 Q3 净利率为 39.48%，同比增加 9.55pct。具体来看：1）2020 前三季度销售毛利率 83.57%，同比增加 2.5pct，其中单 Q3 毛利率为 86.90%，同比增加 2.67pct。主要在于高端酒占比提升；2）2020 前三季度销售期间费用率为 19.66%，同比减少 6.73pct，其中销售费用率为 15.4%，同比减少 7.3pct，主要在于疫情期间营销活动减少，广告宣传费及市场拓展费用、运输和仓储费的减少；管理费用率为 5.25 %，同比增加 0.23 pct，财务费用率为 -0.98 %，同比增加 0.35pct。
- **“五条新政”强调严格按照配额执行，有望维持良性增长。**根据微酒报道，公司于 10 月 28 日发布“五条新政”，其中公司本年度 11 月份，不执行开门红，严格按照计划配额制，各品系严格执行。一方面这是公司对于稳定市场价格体系和经销商信心的选择；另一方面也是公司在三季度高速增长后“顺势而为”的举措。我们认为，目前茅台批价表现坚挺，随着高端酒持续扩容以及茅台与五泸价差持续拉大，国窖量价均有进一步提升空间。展望明年，随着国窖提价效应凸显以及渠道下沉，同时后疫情时代中低档酒有望逐渐恢复增长，公司持续增长性可期。

投资建议

- 三季度高端白酒引领，Q3 营收、利润实现双位数增长，利润超市场预

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

期。我们认为，目前高端白酒一批价坚挺，未来随着国窖的量价齐升、腰部产品发力以及费用率下行，公司盈利能力有望进一步提高。预计2020-2022年公司归母净利润为52.77亿、62.81亿、73.93亿，EPS分别为3.60元、4.29元、5.05元，对应当前股价，PE分别为45倍、38倍、32倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,314	17,161	21,341	26,237
现金	9,754	7,799	10,994	14,344
应收账款	132	236	222	255
其他应收款	114	222	203	233
预付账款	152	174	163	175
存货	3,641	3,536	3,667	3,803
其他流动资产	2,520	5,194	6,092	7,428
非流动资产	12,606	12,294	12,551	12,853
长期投资	2,231	2,049	2,124	2,134
固定资产	1,517	1,421	1,325	1,229
无形资产	332	310	289	270
其他非流动资产	8,526	8,515	8,814	9,220
资产总计	28,920	29,455	33,892	39,090
流动负债	6,787	6,578	7,624	8,750
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,869	1,411	1,840	2,178
其他流动负债	4,918	5,168	5,784	6,573
非流动负债	2,578	907	1,184	1,556
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2,578	907	1,184	1,556
负债合计	9,365	7,486	8,808	10,306
少数股东权益	148	191	222	255
股本	1,465	1,465	1,465	1,465
资本公积	3,723	3,723	3,723	3,723
留存收益	14,024	16,592	19,674	23,341
归属母公司股东权益	19,407	21,779	24,861	28,528
负债和股东权益	28,920	29,455	33,892	39,090

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,842	2,214	5,901	6,377
净利润	4,642	5,277	6,281	7,393
折旧摊销	167	118	117	115
财务费用	138	(132)	(141)	(190)
投资损失	(155)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	(2,850)	(2,942)	(238)	(823)
其他经营现金流	2,899	43	32	32
投资活动现金流	(4,551)	332	75	139
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(140)	182	(75)	(11)
其他投资现金流	(4,411)	150	150	150

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,817	17,082	19,884	22,946
营业成本	3,065	3,246	3,718	4,245
营业税金及附加	1,976	1,879	2,187	2,524
销售费用	4,186	4,271	4,872	5,507
管理费用	829	922	1,054	1,193
财务费用	(205)	(132)	(141)	(190)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	155	150	150	150
营业利润	6,119	7,046	8,344	9,817
营业外收入	44	30	30	30
营业外支出	60	30	12	12
利润总额	6,104	7,046	8,362	9,835
所得税	1,462	1,726	2,049	2,409
净利润	4,642	5,320	6,313	7,425
少数股东损益	0	43	32	32
归属母公司净利润	4,642	5,277	6,281	7,393
EBITDA	6,083	7,033	8,320	9,742
EPS（元）	3.17	3.60	4.29	5.05

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	21.15%	8.00%	16.40%	15.40%
营业利润	30.84%	15.15%	18.42%	17.65%
归属于母公司净利润	33.17%	13.68%	19.03%	17.69%
获利能力				
毛利率(%)	80.62%	81.00%	81.30%	81.50%
净利率(%)	29.35%	30.89%	31.59%	32.22%
ROE(%)	23.74%	24.21%	25.17%	25.80%
ROIC(%)	59.67%	44.62%	34.99%	39.95%
偿债能力				
资产负债率(%)	32.38%	25.41%	25.99%	26.37%
净负债比率(%)	-21.85%	-4.21%	-17.30%	-23.08%
流动比率	2.40	2.61	2.80	3.00
速动比率	1.87	2.07	2.32	2.56
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.59	0.63	0.63
应收账款周转率	1105.01	1056.61	1227.40	1131.59
应付账款周转率	10.01	10.42	12.23	11.42
每股指标（元）				

筹资活动现金流	93	(4,239)	(2,781)	(3,167)	每股收益(最新摊薄)	3.17	3.60	4.29	5.05
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.31	1.51	4.03	4.35
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	13.25	14.87	16.97	19.48
普通股增加	0	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	6	0	0	0	P/E	51.3	45.2	37.9	32.2
其他筹资现金流	87	(4,239)	(2,781)	(3,167)	P/B	12.3	10.9	9.6	8.4
现金净增加额	384	(1,693)	3,195	3,350	EV/EBITDA	19.61	33.31	27.85	23.50

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336