消费升级与娱乐研究中心

泸州老窖 (000568.SZ) 买入（维持评级）

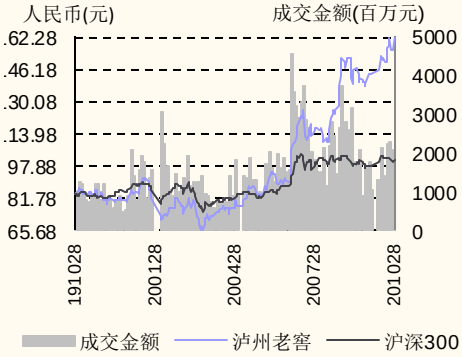
公司点评

市场价格（人民币）：162.70 元

国窖动销良好，Q3 业绩超预期

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	14.65
已上市流通 A 股(亿股)	14.64
总市值(亿元)	2,383.15
年内股价最高最低(元)	162.70/143.55
沪深 300 指数	4737
深证成指	13388



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	2.38	3.17	4.06	5.03	6.04
每股净资产(元)	11.58	13.25	15.71	18.94	23.08
每股经营性现金流(元)	2.93	3.30	4.62	5.34	6.44
市盈率(倍)	17.09	27.35	40.10	32.33	26.94
净利润增长率(%)	36.27%	33.17%	28.03%	24.01%	20.02%
净资产收益率(%)	20.55%	23.92%	25.83%	26.57%	26.17%
总股本(百万股)	1,464.75	1,464.75	1,464.75	1,464.75	1,464.75

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 20Q1-Q3 营收 115.99 亿、同比+1.06%，归母净利润 48.15 亿、同比+26.88%；20Q3 收入 39.5 亿、同比+14.45%；归母净利 15.95 亿、同比+52.55%；扣非净利 15.8 亿、同比+48.53%。

经营分析

- **业绩超预期，国窖动销良好。**20Q3 收入为 39.5 亿元，同比增长 14.45%，20Q3 合同负债环增 7.31 亿元。分产品看，我们预计国窖实现 20%+增长，中档酒（特曲+窖铃）持平微降，低端（头曲+二曲）下滑。渠道反馈，国窖全年 130 亿目标已顺利完成，并且河南启动中原会战，规划 2023 年河南国窖收入达 12 亿（2019-2023 年 CAGR 约 35%）。
- **产品结构持续提升，经营效率显著增强。**高端国窖实现高增长，产品结构持续提升，促进整体毛利率同比+2.67pcts。20Q3 净利率同比+10pcts 至 40%，主要系费用率明显改善。其中，销售费用率同比-13.77pcts，主要系疫情影响广告宣传和市场拓展费用投放。管理费用率同比-0.67pct，营业税金及附加占比同比+4.12pcts。
- **挺价决心不改，高端化布局稳步推进。**7 月国窖停货调价政策组合拳频出；8 月国窖允许各经销商及终端用合格价格发票兑换配额，严控开票流程防止窜货，挺价决心强烈；9 月 10 号起全国国窖经典装结算价上调 40 元/瓶。在量价平衡有效的把控下，当前国窖批价已稳定在 850 元，渠道库存 1.5 个月，经销商信心提振，打款积极性高涨。此外，中档酒向龙头集中，特曲及窖龄有望长期受益。
- **全国化布局节奏加快，深化河南、华东市场。**国窖在河南启动中原会战，投放力度加大，持续时间同比拉长；7 月底国窖成立长三角 38 度联盟会，推进华东市场战略布局。中长期看，国窖有望凭借优异的品牌力和渠道推力，持续提升华中、华东等地的市场份额。

盈利调整

- 考虑公司业绩的超预期表现，我们上调盈利预测，预计 20-22 年归母净利润增速分别为 28%/24%/20%，对应 EPS 分别为 4.06/5.03/6.04 元（较上次预测调整幅度为+8%/+8%/+8%），对应 PE 为 40/32/27X。

风险提示

- 疫情不确定性挫伤白酒需求；宏观经济下行；行业竞争加剧。

相关报告

1.《业绩超预期，挺价护航中秋旺季-泸州老窖中报点评》，2020.8.27
2.《国窖销售公司股东大会点评-价格上行给予信心，全国化布局持续落...》，2020.8.1
3.《业绩保持高增长，全年目标有望实现-泸州老窖 2019 年三季报点...》，2019.10.31

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**10,395**	**13,055**	**15,817**	**16,608**	**19,598**	**22,734**
增长率		25.6%	21.2%	5.0%	18.0%	16.0%
主营业务成本	-2,918	-2,934	-3,065	-2,823	-3,038	-3,330
%销售收入	28.1%	22.5%	19.4%	17.0%	15.5%	14.7%
毛利	7,477	10,121	12,752	13,785	16,560	19,403
%销售收入	71.9%	77.5%	80.6%	83.0%	84.5%	85.4%
营业税金及附加	-1,335	-1,606	-1,976	-1,910	-2,220	-2,546
%销售收入	12.8%	12.3%	12.5%	11.5%	11.3%	11.2%
销售费用	-2,412	-3,393	-4,186	-3,391	-4,155	-4,774
%销售收入	23.2%	26.0%	26.5%	20.4%	21.2%	21.0%
管理费用	-569	-722	-829	-930	-941	-1,068
%销售收入	5.5%	5.5%	5.2%	5.6%	4.8%	4.7%
研发费用	0	-62	-72	-83	-59	-68
%销售收入	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%
息税前利润（EBIT）	3,161	4,338	5,689	7,470	9,186	10,946
%销售收入	30.4%	33.2%	36.0%	45.0%	46.9%	48.2%
财务费用	107	215	205	157	231	353
%销售收入	-1.0%	-1.6%	-1.3%	-0.9%	-1.2%	-1.6%
资产减值损失	0	2	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	138	98	155	160	200	240
%税前利润	4.0%	2.1%	2.5%	2.0%	2.1%	2.1%
营业利润	3,428	4,677	6,119	7,835	9,667	11,594
营业利润率	33.0%	35.8%	38.7%	47.2%	49.3%	51.0%
营业外收支	6	-18	-15	-25	-20	-15
税前利润	**3,434**	**4,659**	**6,104**	**7,810**	**9,647**	**11,579**
利润率	33.0%	35.7%	38.6%	47.0%	49.2%	50.9%
所得税	-832	-1,148	-1,462	-1,859	-2,267	-2,721
所得税率	24.2%	24.6%	23.9%	23.8%	23.5%	23.5%
净利润	2,602	3,510	4,642	5,951	7,380	8,858
少数股东损益	44	25	0	8	10	12
归属于母公司的净利润	**2,558**	**3,486**	**4,642**	**5,943**	**7,370**	**8,846**
净利率	24.6%	26.7%	29.3%	35.8%	37.6%	38.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,602	3,510	4,642	5,951	7,380	8,858
少数股东损益	44	25	0	8	10	12
非现金支出	170	162	167	181	239	270
非经营收益	-153	-45	-280	159	20	-77
营运资金变动	1,075	671	311	471	176	382
经营活动现金净流	**3,693**	**4,298**	**4,841**	**6,762**	**7,816**	**9,433**
资本开支	-1,416	-1,468	-4,572	-1,147	-1,221	-817
投资	-11	-17	-8	-83	-66	-43
其他	30	19	29	160	200	240
投资活动现金净流	**-1,396**	**-1,465**	**-4,551**	**-1,071**	**-1,087**	**-620**
股权募资	2,958	4	4	0	0	0
债权募资	0	0	2,490	1,495	0	0
其他	-1,632	-1,920	-2,398	-2,489	-2,816	-2,962
筹资活动现金净流	**1,326**	**-1,916**	**95**	**-994**	**-2,816**	**-2,962**
现金净流量	**3,623**	**917**	**386**	**4,698**	**3,913**	**5,851**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,450	9,367	9,754	14,451	18,364	24,215
应收款项	2,737	2,565	2,572	3,231	3,616	3,967
存货	2,812	3,230	3,641	3,326	3,412	3,559
其他流动资产	271	331	347	367	422	463
流动资产	14,269	15,494	16,314	21,375	25,814	32,204
%总资产	72.2%	68.5%	56.4%	61.3%	64.0%	68.1%
长期投资	2,147	2,367	2,583	2,667	2,733	2,776
固定资产	2,697	4,030	8,776	9,806	10,681	11,127
%总资产	13.7%	17.8%	30.3%	28.1%	26.5%	23.5%
无形资产	231	232	333	442	549	657
非流动资产	5,487	7,110	12,606	13,484	14,492	15,100
%总资产	27.8%	31.5%	43.6%	38.7%	36.0%	31.9%
资产总计	**19,756**	**22,605**	**28,920**	**34,859**	**40,307**	**47,304**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,284	1,895	2,568	2,515	2,661	2,849
其他流动负债	3,083	3,521	4,220	5,106	5,664	6,396
流动负债	4,367	5,415	6,787	7,622	8,324	9,245
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	76	65	2,578	4,075	4,076	4,077
负债	**4,443**	**5,481**	**9,365**	**11,697**	**12,401**	**13,323**
普通股股东权益	**15,171**	**16,965**	**19,407**	**23,007**	**27,740**	**33,803**
其中：股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
未分配利润	8,527	10,182	12,560	16,159	20,893	26,956
少数股东权益	141	160	148	156	166	178
负债股东权益合计	**19,756**	**22,605**	**28,920**	**34,859**	**40,307**	**47,304**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.746	2.380	3.169	4.058	5.032	6.039
每股净资产	10.358	11.582	13.249	15.707	18.939	23.078
每股经营现金净流	2.522	2.934	3.305	4.617	5.336	6.440
每股股利	1.125	1.150	1.590	1.600	1.800	1.900
回报率						
净资产收益率	16.86%	20.55%	23.92%	25.83%	26.57%	26.17%
总资产收益率	12.95%	15.42%	16.05%	17.05%	18.29%	18.70%
投入资本收益率	15.58%	19.04%	19.57%	20.92%	21.99%	22.02%
增长率						
主营业务收入增长率	25.18%	25.60%	21.15%	5.00%	18.00%	16.00%
EBIT增长率	40.06%	37.26%	31.13%	31.31%	22.96%	19.17%
净利润增长率	32.69%	36.27%	33.17%	28.03%	24.01%	20.02%
总资产增长率	44.48%	14.42%	27.94%	20.54%	15.63%	17.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	331.5	375.8	409.1	430.0	410.0	390.0
应付账款周转天数	76.7	126.4	188.2	240.0	230.0	220.0
固定资产周转天数	39.7	28.8	35.1	62.6	65.6	62.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.18%	-54.70%	-37.14%	-45.18%	-51.52%	-59.53%
EBIT利息保障倍数	-29.6	-20.2	-27.7	-47.6	-39.8	-31.0
资产负债率	22.49%	24.25%	32.38%	33.55%	30.77%	28.16%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

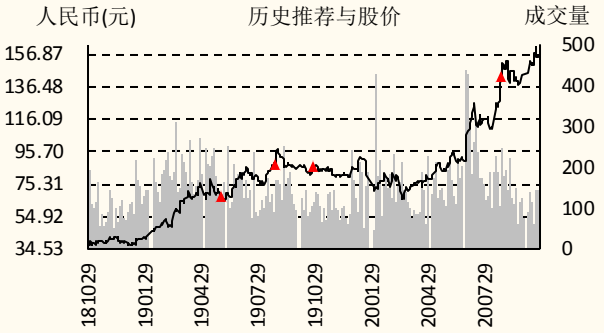
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-06-03	买入	70.63	82.50～82.50
2	2019-08-28	买入	89.25	110.00～110.00
3	2019-10-31	买入	85.80	110.00～110.00
4	2020-08-01	买入	117.98	N/A
5	2020-08-27	买入	138.20	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH