泸州老窖（000568）

公司研究/点评报告

20Q3 业绩大幅增长，价值回归正当时

——泸州老窖（000568）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 10 月 29 日

一、事件概述

10 月 28 日公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 115.99 亿元，同比+1.06%；实现归母净利润 48.15 亿元，同比+26.88%，基本 EPS 为 3.29 元。折合 Q3 单季度公司实现营收/归母净利润 39.64/15.95 亿元，同比分别+14.45%/+52.55%。

二、分析与判断

➢ 营收加速增长，预收账款与现金流表现亮眼

20Q3 公司营收同比+14.45%，增速环比+8.26ppt，呈加速增长，主要系：1）国内疫情缓和后中档及次高端产品动销恢复和高端白酒需求刚性共同助力增长；2）疫情发生后公司积极帮助渠道良性消化库存，Q3 具备补库存需求；3）市场端积极作为，在河南市场启动“战区制”加速增长，把握双节白酒动销旺季。从**预收账款（合同负债+其他流动负债）来看，**20Q3 预收账款为 13.90 亿元，环比增涨+110.69%，增长明显，主要系：1）先前受疫情影响公司主动减少渠道配额、严控供需挺价，导致渠道打款较少；2）9 月上旬国窖提价，提高经销商打款积极性。**从现金流看，**20Q3 单季度公司销售收现/经营净现金流分别为 51.63/20.69 亿元，分别同比+25.89%/+26.25%，系今年以来首次转正。

➢ 公司业绩同比大幅增长，销售费用率大幅下降提高盈利能力

毛利率维持上行趋势，前三季度公司销售毛利率为 83.57%，同比+2.50ppt(Q3 为 86.90%，同比+2.67ppt)，预计主要系产品结构优化：高端国窖延续增长，近年来提价幅度较大的中档酒特曲恢复性增长所致。**经营效率大幅提高，**前三季度公司整体期间费用率 19.66%，同比-6.73ppt(Q3 为 22.32%，同比-13.02ppt)，主要由销售费用率同比大幅下降导致，前三季度销售费用率为 15.40%，同比-7.29ppt(Q3 为 17.01%，同比-13.77ppt)，销售费用同比-36.75%，其他费用率变化较小，今年受疫情影响公司营销投入较少导致销售费用同比降幅较大。**从净利率来看，**前三季度公司归母净利率为 41.52%，同比+8.45ppt(Q3 为 40.23%，同比+10.05ppt)，20Q3 单季度归母净利率受税金占比同比提高 4.11ppt 至 14.02%影响，增长幅度小于经销改善。

➢ 产能释放助力未来发展，“五条新政”展现公司自信

三季报显示，公司黄舣酿酒基地窖池密封装置购置完成、制曲配套设备购置项目挖按成 55%，酿酒工程技改已完成 96%，新建成的 7000 口优质基酒生产窖池将大大提高公司基酒生产能力，助力未来发展。在三季报亮眼业绩发布的同时，公司向经销商团队发布“五条新政”，强调不执行开门红、严格遵循配额计划，强化联盟对成交价和终端配送价检查，强调按需打款、按需配货、按配额而不是价格变动投放产品，公司首次提出不执行“开门红”，叠加对配额和打款的要求，充分展现了公司过硬实力和对发展的信心。在品牌战略指引、灵活渠道模式助力下，我们看好公司未来发展前景。

三、盈利预测与投资建议

基于公司三季报表现出色，我们上调业绩预测，预计 2020-2022 年公司营业收入为 166.3/197.5/227.7 亿元，同比分别+5.1%/18.8%/15.3%。实现归属上市公司净利润为 58.2/67.8/78.8 亿元，同比分别+25.3%/16.6%/16.1%，折合 EPS 分别为 3.97/4.63/5.38 元，对应 PE 分别为 41X/35X/30X。公司估值水平低于白酒板块 2020 年 45 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司未来成长性和优秀品牌力，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

经济下滑拖累需求、业绩释放节奏不及预期、食品安全问题等。

推荐　　维持评级

当前价格：　162.7 元

交易数据	2020-10-28
近 12 个月最高/最低(元)	162.7/65.68
总股本（百万股）	1,464.75
流通股本（百万股）	1,464.31
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	2383.15
流通市值（亿元）	2382.43

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：郝宇新

执业证号：　S0100120070030

电话：　021-60876735

邮箱：　haoyuxin@mszq.com

相关研究

1.泸州老窖（000568）：高端恢复明显，经营效率改善打开盈利空间

2.泸州老窖（000568）2019 年报及 2020 年一季报点评：2019 年高增如期兑现，配额取消拖累 20Q1 收入端表现

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	15,817	16,625	19,751	22,773
增长率（%）	21.2%	5.1%	18.8%	15.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	4,642	5,816	6,784	7,876
增长率（%）	33.2%	25.3%	16.6%	16.1%
每股收益（元）	3.17	3.97	4.63	5.38
PE（现价）	51.3	41.0	35.1	30.3
PB	12.3	10.3	8.7	7.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	15,817	16,625	19,751	22,773
营业成本	3,065	2,984	3,571	4,074
营业税金及附加	1,976	1,975	2,419	2,824
销售费用	4,186	3,357	4,104	4,477
管理费用	829	903	1,023	1,180
研发费用	72	77	91	105
EBIT	5,689	7,329	8,542	10,113
财务费用	(205)	(224)	(230)	(143)
资产减值损失	0	(1)	(4)	1
投资收益	155	126	141	133
营业利润	6,119	7,729	8,976	10,442
营业外收支	(15)	0	0	0
利润总额	6,104	7,719	8,962	10,429
所得税	1,462	1,875	2,162	2,525
净利润	4,642	5,844	6,800	7,904
归属于母公司净利润	4,642	5,816	6,784	7,876
EBITDA	5,856	7,558	8,799	10,416

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	9754	10361	9544	12982
应收账款及票据	2412	2795	3166	3740
预付款项	152	144	174	198
存货	3641	2775	5061	3784
其他流动资产	195	195	195	195
流动资产合计	16314	16539	18335	21270
长期股权投资	2231	2357	2498	2631
固定资产	1519	1713	2055	2323
无形资产	332	369	429	474
非流动资产合计	12606	15946	19798	23158
资产合计	28920	32485	38134	44428
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1869	1567	2026	2225
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	6787	6601	8018	9103
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2578	2578	2578	2578
非流动负债合计	2578	2578	2578	2578
负债合计	9365	9179	10596	11682
股本	1465	1465	1465	1465
少数股东权益	148	175	192	220
股东权益合计	19555	23306	27538	32746
负债和股东权益合计	28920	32485	38134	44428

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	21.2%	5.1%	18.8%	15.3%
EBIT 增长率	31.1%	28.8%	16.6%	18.4%
净利润增长率	33.2%	25.3%	16.6%	16.1%
盈利能力				
毛利率	80.6%	82.1%	81.9%	82.1%
净利润率	29.3%	35.0%	34.3%	34.6%
总资产收益率 ROA	16.1%	17.9%	17.8%	17.7%
净资产收益率 ROE	23.9%	25.1%	24.8%	24.2%
偿债能力				
流动比率	2.4	2.5	2.3	2.3
速动比率	1.9	2.1	1.7	1.9
现金比率	1.4	1.6	1.2	1.4
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	403.5	387.1	395.3	391.2
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
每股指标（元）				
每股收益	3.2	4.0	4.6	5.4
每股净资产	13.2	15.8	18.7	22.2
每股经营现金流	3.3	4.2	3.9	6.6
每股股利	1.6	1.7	1.8	1.8
估值分析				
PE	51.3	41.0	35.1	30.3
PB	12.3	10.3	8.7	7.3
EV/EBITDA	39.0	30.2	26.0	21.7
股息收益率	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,642	5,844	6,800	7,904
折旧和摊销	167	228	253	304
营运资金变动	311	198	(1,193)	1,589
经营活动现金流	4,841	6,152	5,734	9,677
资本开支	4,572	3,099	3,983	3,542
投资	(8)	0	0	0
投资活动现金流	(4,551)	(3,099)	(3,983)	(3,542)
股权募资	4	0	0	0
债务募资	2,490	0	0	0
筹资活动现金流	93	(2,445)	(2,568)	(2,696)
现金净流量	384	607	(817)	3,438

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

郝宇新，食品饮料行业研究助理，约翰霍普金斯大学金融学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖白酒、啤酒板块。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。