2020 年 10 月 29 日
公司研究●证券研究报告

泸州老窖（000568.SZ）

公司快报

业绩超预期，国窖继续发力

事件：泸州老窖前三季度收入 115.99 亿元，同比+1.06%，归母净利 48.15 亿元，同比+26.88%；其中单三季度收入 39.64 亿元，同比+14.45%，归母净利 15.95 亿元，同比+52.55%。

投资要点

- **收入符合预期，业绩大超预期。**前三季度营收 115.99 亿元，同比+1.06%，其中 Q1/Q2/Q3 的收入增速分别为-14.79%/6.20%/14.45%，逐季改善。前三季度归母净利润 48.15 亿元，同比+26.88%，Q1/Q2/Q3 的收入增速分别为 12.72%/22.51%/52.55%，三季度净利润增速大超预期。

- **品牌复兴进行时，继续打造多级增长。**国窖 1573 销售再发力，今年控货挺价措施收效良好，预计单三季度 1573 销售增速 25-30%，高端酒收入占比环比（20H1 占比 62.73%）继续提升；特曲预计环比略有改善，今年老字号特曲实施换装，短期对销量有所影响，长期来看有利于特曲品牌力的提升以及战略目标的达成，而特曲 60 版在 2020 年依然实现了正向增长，销售收入突破 10 亿元大关。“抓高端、稳中端”的核心策略引领公司在良性基础上继续实现品牌复兴和扩大优势。

- **费率提升利润，业务回款能力优秀。**单三季度，公司实现销售净利率 39.48%，同比提升 9.55pcts，一方面毛利率同比提升 2.67pcts 至 86.90%，我们预计主要系高端酒占比进一步提升；另一方面费用端，销售费用同比-36.75%，销售费用率 17.01%，同比下降 13.77pcts，我们预计主要系疫情影响减少广告宣传费和市场拓展费用，以及往年费用投放的效果显现和部分费用确认节奏有关，管理费用率实现 5.46%，同比下降 0.71pct。单 Q3 合同负债+其它负债 13.90 亿元，环比 2020 年 6 月底的 6.60 亿元增幅显著，我们预计主要系公司提价促使经销商打款积极性提升，在 9 月 1573 开票价提升 40 元的推动下，经销商大部分在 9 月上旬完成全年打款。Q3 经营活动现金净流入 20.69 亿元，同比+26.25%，环比上半年（Q1 是-3.16 亿元，Q2 是 10.45 亿元）大幅提升，销售商品、提供劳务收到的现金 51.63 亿元，同比+25.89%，业务回款能力优秀。

- **投资建议：**根据微酒新闻，公司发布关于市场政策的五条新政，首次表示不执行开门红，要求全品系严格执行，并对配额提出“四不”原则。在有效的主动渠道管控之下，提价后市场价格体系稳定，随着公司继续推动品牌资源向市场一线聚焦、向消费者聚焦，深化品牌体系，加快品牌复兴的步伐，品牌势能有望继续提升，继续打造多品牌增长级。我们上调公司 2020/2021 年 EPS 分别为 4.02/4.81 元，当前股价对应 41X/34X，维持买入-A 评级。

- **风险提示：**高档酒销售不及预期、渠道下沉低于预期

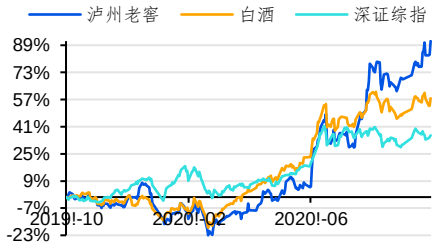
食品饮料 | 白酒 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-10-28)	162.70 元

交易数据

总市值（百万元）	238,315.23
流通市值（百万元）	238,242.68
总股本（百万股）	1,464.75
流通股本（百万股）	1,464.31
12 个月价格区间	64.88/164.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.43	37.93	63.46
绝对收益	12.7	40.93	98.49

分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

报告联系人 王颖洁
wangyingjie@huajinsc.cn
021-20377191

相关报告

泸州老窖：营收逐季改善，高端酒正增长 2020-08-28

泸州老窖：主动控货影响收入，蓄力良性发展 2020-04-30

泸州老窖：业绩高增，国窖 1573 迈入后百亿时代 2019-11-01

泸州老窖：国窖特曲发力，业绩亮眼 2019-09-01

泸州老窖：稳健中成长，2019 继续加速 2019-06-24

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,055	15,817	17,721	21,111	25,359
YoY(%)	25.6	21.2	12.0	19.1	20.1
净利润(百万元)	3,486	4,642	5,881	7,052	8,761
YoY(%)	36.3	33.2	26.7	19.9	24.2
毛利率(%)	77.5	80.6	81.4	82.9	84.2
EPS(摊薄/元)	2.38	3.17	4.02	4.81	5.98
ROE(%)	20.5	23.7	25.5	25.0	25.1
P/E(倍)	68.4	51.3	40.5	33.8	27.2
P/B(倍)	14.0	12.3	10.4	8.5	6.9
净利率(%)	26.7	29.3	33.2	33.4	34.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	15494	16314	18687	24040	28753
现金	9367	9754	9280	16121	17661
应收票据及应收账款	2399	18	2690	536	3339
预付账款	137	152	172	214	250
存货	3230	3641	3751	4350	4621
其他流动资产	361	2749	2795	2819	2882
非流动资产	7110	12606	13121	13942	14960
长期投资	2091	2231	2370	2510	2650
固定资产	1030	1519	3012	4301	5404
无形资产	232	332	336	344	357
其他非流动资产	3758	8524	7403	6786	6550
资产总计	22605	28920	31808	37981	43713
流动负债	5415	6787	6606	8154	7680
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1292	1869	1531	2194	1932
其他流动负债	4123	4918	5074	5960	5748
非流动负债	**65**	**2578**	**2095**	**1627**	**1169**
长期借款	0	2491	2008	1540	1081
其他非流动负债	65	87	87	87	87
负债合计	5481	9365	8701	9781	8848
少数股东权益	160	148	148	149	149
股本	1465	1465	1465	1465	1465
资本公积	3717	3723	3723	3723	3723
留存收益	11647	14024	16131	18757	22212
归属母公司股东权益	16965	19407	22959	28052	34715
负债和股东权益	22605	28920	31808	37981	43713

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4298	4842	2389	10124	5205
净利润	3510	4642	5882	7052	8762
折旧摊销	164	167	277	471	665
财务费用	-215	-205	-239	-428	-561
投资损失	-98	-155	0	0	0
营运资金变动	671	311	-3530	3029	-3661
其他经营现金流	266	80	0	0	0
投资活动现金流	-1465	-4551	-792	-1292	-1684
筹资活动现金流	-1917	93	-2071	-1991	-1982
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.38	3.17	4.02	4.81	5.98
每股经营现金流(最新摊薄)	2.93	3.31	1.63	6.91	3.55
每股净资产(最新摊薄)	11.58	13.25	15.67	19.15	23.70

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13055	15817	17721	21111	25359
营业成本	2934	3065	3297	3613	4002
营业税金及附加	1606	1976	2118	2617	3115
营业费用	3393	4186	3721	4856	5833
管理费用	722	829	975	1056	1293
研发费用	62	72	82	97	116
财务费用	-215	-205	-239	-428	-561
资产减值损失	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	98	155	0	0	0
营业利润	4677	6119	7767	9301	11561
营业外收入	31	44	36	34	36
营业外支出	50	60	45	44	50
利润总额	4659	6104	7757	9291	11548
所得税	1148	1462	1876	2239	2786
税后利润	3510	4642	5882	7052	8762
少数股东损益	25	0	0	0	0
归属母公司净利润	3486	4642	5881	7052	8761
EBITDA	4542	6143	7823	9440	11750

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.6	21.2	12.0	19.1	20.1
营业利润(%)	36.4	30.8	26.9	19.7	24.3
归属于母公司净利润(%)	36.3	33.2	26.7	19.9	24.2
获利能力					
毛利率(%)	77.5	80.6	81.4	82.9	84.2
净利率(%)	26.7	29.3	33.2	33.4	34.5
ROE(%)	20.5	23.7	25.5	25.0	25.1
ROIC(%)	19.4	20.7	22.4	22.6	23.1
偿债能力					
资产负债率(%)	24.2	32.4	27.4	25.8	20.2
流动比率	2.9	2.4	2.8	2.9	3.7
速动比率	2.2	1.5	1.8	2.1	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.3	13.1	13.1	13.1	13.1
应付账款周转率	2.9	1.9	1.9	1.9	1.9
估值比率					
P/E	68.4	51.3	40.5	33.8	27.2
P/B	14.0	12.3	10.4	8.5	6.9
EV/EBITDA	50.4	37.6	29.6	23.8	18.9

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn