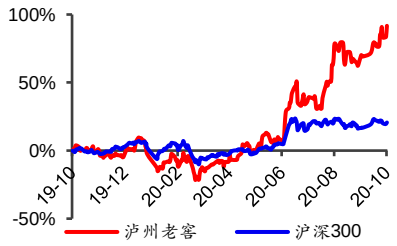
国窖推升毛利率，费用节奏释放利润弹性

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-28
收盘价（元）	162.70
近 12 个月最高/最低（元）	164.00/64.07
总股本（百万股）	1,465
流通股本（百万股）	1,464
流通股比例（%）	99.99
总市值（亿元）	2,383
流通市值（亿元）	2,382

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献
执业证书号：S0010520060002
电话：13923413412
邮箱：wenxian@hazq.com
联系人：姚启璠
执业证书号：S0010120040033
电话：13795262443
邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_公司研究_深度报告_泸州老窖（000568）：国窖持续向上，特曲正待复兴》20201022

事件

公司发布三季报，前三季度收入 116 亿元，同增 1.1%，归母净利润 48.1 亿元，同增 30%；单三季度营收 39.6 亿元，同增 14.5%，归母净利润 15.9 亿元，同增 52.6%，毛利率、费用率助推三季度利润端表现超预期。

主要观点：

疫后国窖快速增长，推升综合毛利率

3Q20 公司收入同增 14.5%，主要由高端酒国窖 1573 带动，3Q 国窖或同增 20%+，公司收入结构持续上移，国窖收入占比或超过 70%；次高端产品特曲 60 版与十代老特曲仍有一定幅度下滑；中低档博大公司疫后恢复较慢，仍延续下滑。高端国窖延续增长显著推升毛利率超预期，3Q 公司毛利率 86.9%，环比 2Q 提高 9.4pct，同比 3Q19 提高 2.7pct。

预收款现金流稳健，财务质量得到改善

3Q20 预收款余额 12.3 亿元，环比 2Q20 增 109%，同比 3Q19 降 22.6%。3Q20 经营净现金流 20.7 亿元，同增 26.2%，环比 2Q20 翻倍，财务质量环比改善明显。3Q20 营业税金同增 62%，考虑合并报表成本同降 5.9%，但母公司成本同增 121.1%，实际消费税率或相对稳定；3Q 销售费用同降 36.8%，或主要因疫情影响，费用投放节奏有所延后，预计 4Q 起销售费用将逐步恢复常态化；3Q 管理费用同增 1.1%，基本正常。

国窖仍是核心增长动力，区域化渗透仍具空间

国窖作为高端白酒第三品牌，有望受益于茅台红利、及深度控盘分利的渠道打法，呈现量价齐升之势并维持双位数增长，预计未来三年复合增速 13%，国窖呈现全国化品牌、区域化强势特点，薄弱市场提升空间仍大，公司河南会战开启，引入久泰模式，20~22 年规划国窖销售分别为 5、8、12 亿元，目前进展顺利；此外，我们对老特曲在次高端入门价格带复兴仍持乐观态度，若流行性顺利恢复有望带动渠道补库。

投资建议

国窖作为高端白酒第三品牌，将持续受益于茅台红利，叠加国窖本身品牌力建设、及深度控盘分利的渠道打法，未来三年可展望量价齐升之势；十代特曲完成换代，卡位次高端入门价格带，品牌复兴基础已成，只待消费氛围恢复。维持公司 2020~2022 年收入预估分别为 167、189、211 亿元，同比分别+6%、+13%、+12%，基于 3Q 毛利率、费用端表现超预期，上调归母净利润分别至 58.6、64.0、72.3 亿元，同比分别+26%、+9%、+13%，当前股价对应 2020~2022 年 P/E 分别为 40.6x、37.2x、32.9x，维持“买入”评级。

风险提示

国窖批价、渠道利润、终端利润不及预期；十代特曲复苏不及预期；河南会战进度不及预期；管理层变动风险等。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15817	16717	18944	21125
收入同比(%)	21%	6%	13%	12%
归属母公司净利润	4642	5864	6404	7234
净利润同比(%)	33%	26%	9%	13%
毛利率(%)	80.6%	82.5%	83.2%	83.7%
ROE(%)	23.7%	26.6%	25.3%	25.0%
每股收益(元)	3.17	4.00	4.37	4.94
P/E	51.34	40.64	37.22	32.94
P/B	12.28	10.80	9.45	8.28
EV/EBITDA	20	30	28	24

资料来源：wind，华安证券研究所

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,314	17,264	21,372	26,033
现金	9,754	8,427	11,560	15,018
应收账款	132	232	212	235
其他应收款	114	217	194	214
预付账款	152	172	162	172
存货	3,641	3,176	3,587	3,903
其他流动资产	2,520	5,040	5,658	6,491
非流动资产	12,606	12,268	12,471	12,665
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	8,526	8,489	8,733	9,032
资产总计	28,920	29,533	33,843	38,699
流动负债	6,787	6,365	7,224	8,087
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,869	1,273	1,579	1,769
其他流动负债	4,918	5,092	5,646	6,319
非流动负债	2,578	908	1,184	1,556
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	2,578	908	1,184	1,556
负债合计	9,365	7,272	8,408	9,644
少数股东权益	148	195	228	260
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	16,877	20,019	23,608
归属母公司股东	19,407	22,065	25,207	28,795
负债和股东权	28,920	29,533	33,843	38,699

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	4,842	3,209	5,952	6,475
净利润	4,642	5,864	6,404	7,234
折旧摊销	167	118	117	115
财务费用	138	(216)	(240)	(269)
投资损失	(155)	0	0	0
营运资金变动	(2,850)	(2,604)	(361)	(636)
其他经营现金	2,899	47	32	32
投资活动现金	(4,551)	182	(75)	(11)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(140)	182	(75)	(11)
其他投资现金	(4,411)	0	0	0
筹资活动现金	93	(4,456)	(2,745)	(3,007)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	6	0	0	0
其他筹资现金	87	(4,456)	(2,745)	(3,007)
现金净增加额	384	(1,065)	3,133	3,457

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,817	16,717	18,944	21,125
营业成本	3,065	2,929	3,190	3,448
营业税金及附加	1,976	2,088	2,367	2,639
销售费用	4,186	3,429	4,357	4,859
管理费用	829	853	947	1,035
财务费用	(205)	(216)	(240)	(269)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	155	155	155	155
营业利润	6,119	7,789	8,478	9,569
营业外收入	44	44	44	44
营业外支出	60	60	60	60
利润总额	6,104	7,773	8,462	9,553
所得税	1,462	1,861	2,026	2,288
净利润	4,642	5,912	6,436	7,266
少数股东损益	0	47	32	32
归属母公司净利润	4,642	5,864	6,404	7,234
EBITDA	6,083	7,690	8,355	9,415
EPS（元）	3.17	4.00	4.37	4.94

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	21.15%	5.69%	13.32%	11.51%
营业利润	30.84%	27.28%	8.85%	12.86%
归属于母公司净利	33.17%	26.33%	9.19%	12.96%
获利能力				
毛利率(%)	80.62%	82.48%	83.16%	83.68%
净利率(%)	29.35%	35.08%	33.80%	34.24%
ROE(%)	23.74%	26.56%	25.30%	25.01%
ROIC(%)	59.67%	49.12%	36.04%	39.44%
偿债能力				
资产负债率(%)	32.38%	24.63%	24.84%	24.92%
净负债比率(%)	-21.85%	-6.98%	-20.12%	-26.56%
流动比率	2.40	2.71	2.96	3.22
速动比率	1.87	2.21	2.46	2.74
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.57	0.60	0.58
应收账款周转率	1105.01	999.74	1142.14	1076.45
应付账款周转率	10.01	10.64	13.29	12.62
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	3.17	4.00	4.37	4.94
每股经营现金流	3.31	2.19	4.06	4.42
每股净资产(最新	13.25	15.06	17.21	19.66
估值比率				
P/E	51.3	40.6	37.2	32.9
P/B	12.3	10.8	9.5	8.3
EV/EBITDA	19.61	30.38	27.65	24.23

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。
联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
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%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。