泸州老窖（000568）

Q3 业绩超预期，国窖向上特曲复兴

买入（维持）

2020 年 10 月 28 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	15,817	16,682	19,466	22,455
同比（%）	21.2%	5.5%	16.7%	15.4%
归母净利润（百万元）	4,642	5,743	7,002	8,285
同比（%）	33.2%	23.7%	21.9%	18.3%
每股收益（元/股）	3.17	3.92	4.78	5.66
P/E（倍）	51.34	41.49	34.04	28.77

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 115.99 亿元（+1.06%），归母净利 48.15 亿元（+26.88%），扣非净利 48.15 亿元（+26.97%）。20Q3 实现营收 39.64 亿元（+14.45%），归母净利 15.95 亿元（+52.55%），扣非净利 15.81 亿元（+48.53%）。

投资要点

- **国窖向上+特曲复兴带动收入增长：**公司 20Q1-Q3 实现营收 116.0 亿（同比+1.1%），其中 20Q3 实现营收 39.6 亿元（同比+14.5%）。**分产品看，1）国窖 1573 价盘稳步上升。**据调研反馈，国窖自 6 月以来动销持续改善，公司挺价举措有效，渠道库存良性，9 月 10 日高低度产品分别提价 40/30 元/瓶极大促进了中秋回款；得益于公司控货提价、茅/五批价上行，结合公司管理层及一线销售人员较强的执行能力，当前 1573 批价保持在 870-880 元左右，春节前批价仍存在上行动力。**2）特曲调整到位，加速恢复。**作为少数全国知名中档酒品牌，特曲进入下半年随消费复苏产品动销也持续转好，产品价格提升；60 版特曲坚持团购策略，动销超预期，批价回升至 435 元以上，销售收入突破 10 亿提前完成目标。

- **毛利提升+销售费用下降，Q3 业绩超预期：**公司 20Q3 净利率大幅提升 9.6pct 至 39.5%，预计主要系久泰模式推广后部分费用后置、疫后公司广宣费用降低以及 19Q3 低基数所致，此外 20Q3 公司毛利率提升 2.7pct 至 86.9%亦对净利率水平有所提振，预计系国窖回款及中秋动销良好，次高端单品特曲 60 版动销超预期，整体产品结构优化所致从，此外公司管理（含研发）费用率为 5.46%（同-0.72pct）。公司 20Q1-Q3 净利率提升 8.0pct 至 41.3%，同样系销售费用率同比大幅下降 7.3pct 与毛利率提升 2.5pct 所致。**现金流方面，公司 Q3 现金流环比大幅改善。**20Q3 公司现金流同比有所下滑，但环比持续改善，Q3 销售收现 51.6 亿（环比+16 亿），经营活动现金流净额 20.7 亿（环比+10.2 亿）。公司合同负债（含其他流动负债）为 13.9 亿，同比 19Q3 下降约 2 亿。

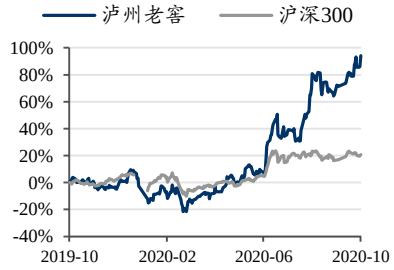
- **国窖向上特曲复兴，公司稳健成长可期：**公司旗下国窖 1573 作为为数不多的全国化高端白酒品牌之一品牌力突出，受益于茅台的溢出效应以及公司控盘分利的渠道改革近年来表现抢眼，批价呈现稳中有升的态势，渠道价值链条进一步增厚。此外，我们长期看好特曲品牌的复兴潜力，公司近期推出“高光”系列，卡位 200 元高线光瓶酒价格带，未来有望成为公司第三增长极。公司兼具名酒基因、批价上行预期及强管理团队等优势，稳健成长可期。

- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年收入分别为 167/195/225 亿，同比+6/17/15%；归母净利润分别为 57/70/83 亿，同比+24/22/18%；当前股价对应 PE 分别为 41/34/29X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济波动，中高端酒需求回落风险。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宋英男
songyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	162.70
一年最低/最高价	64.07/164.00
市净率(倍)	10.89
流通 A 股市值(百万元)	238242.68

基础数据

每股净资产(元)	14.95
资产负债率(%)	29.84
总股本(百万股)	1464.75
流通 A 股(百万股)	1464.31

相关研究

1、《泸州老窖（000568）：国窖稳健成长，品牌复兴可期》2020-08-28

2、《泸州老窖（000568）：国窖提振利润，品牌复兴途中》2020-04-29

3、《泸州老窖（000568）：国窖迈入后百亿，且看来年更从容》2019-10-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

泸州老窖三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**16314**	**17230**	**22851**	**26938**
现金	9754	11483	14528	17401
应收账款	18	12	23	17
存货	3641	2941	4030	3864
其他流动资产	2901	2794	4269	5655
非流动资产	**12606**	**12969**	**13750**	**14502**
长期股权投资	2231	2516	2784	3051
固定资产	1519	2862	4055	4967
在建工程	7257	5988	5300	4860
无形资产	332	336	344	357
其他非流动资产	1267	1267	1267	1267
资产总计	**28920**	**30199**	**36601**	**41440**
流动负债	**6787**	**5095**	**6871**	**5948**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1869	1151	1498	1350
其他流动负债	4918	3944	5373	4598
非流动负债	**2578**	**2083**	**1609**	**1133**
长期借款	2491	1996	1522	1046
其他非流动负债	87	87	87	87
负债合计	**9365**	**7178**	**8480**	**7081**
少数股东权益	148	199	257	307
归属母公司股东权益	19407	22821	27864	34051
负债和股东权益	**28920**	**30199**	**36601**	**41440**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4842	4392	6351	6361
投资活动现金流	-4551	-477	-1092	-1238
筹资活动现金流	93	-2185	-2214	-2250
现金净增加额	386	1730	3045	2873
折旧和摊销	167	268	447	622
资本开支	4605	77	513	485
营运资本变动	311	-1377	-807	-2143

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**15817**	**16682**	**19466**	**22455**
减:营业成本	3065	2929	3311	3631
营业税金及附加	1976	1996	2285	2707
营业费用	4186	3605	3920	4375
管理费用	829	817	977	1187
财务费用	-205	-140	-213	-317
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	155	154	136	136
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**6119**	**7628**	**9321**	**11006**
加:营业外净收支	-15	-10	-9	-13
利润总额	**6104**	**7618**	**9312**	**10993**
减:所得税费用	1462	1824	2252	2658
少数股东损益	0	51	58	50
归属母公司净利润	**4642**	**5743**	**7002**	**8285**
EBIT	5976	7374	8980	10556
EBITDA	6143	7642	9427	11178

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	3.17	3.92	4.78	5.66
每股净资产(元)	13.25	15.58	19.02	23.25
发行在外股份(百万股)	1465	1465	1465	1465
ROIC(%)	20.7%	22.1%	22.8%	22.5%
ROE(%)	23.7%	25.2%	25.1%	24.3%
毛利率(%)	80.6%	82.4%	83.0%	83.8%
销售净利率(%)	29.3%	34.4%	36.0%	36.9%
资产负债率(%)	32.4%	23.8%	23.2%	17.1%
收入增长率(%)	21.2%	5.5%	16.7%	15.4%
净利润增长率(%)	33.2%	23.7%	21.9%	18.3%
P/E	51.34	41.49	34.04	28.77
P/B	12.28	10.44	8.55	7.00
EV/EBITDA	37.64	30.04	23.98	19.93

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn