

泸州老窖 (000568.SZ)

国窖增速领跑，迎来新百亿时代

事件：公司发布 2019 年三季报。公司发布 2019 年三季报。2019 年前三季度公司实现营业收入 114.77 亿元，同比增长 23.90%；实现归母净利润 37.95 亿元，同比增长 37.96%；其中 Q3 营收 34.64 亿元，同比增长 21.86%；Q3 归母净利润为 10.46 亿元，同比增长 35.50%。

国窖增速领跑，进入“新百亿时代”。国窖品牌复兴进行时，今年以来消费氛围日盛，在价格稳步提升的同时销量创历史新高，成功跻身百亿大单品。2019 年前三季度国窖增速超过 30%，其中价格贡献约 10%，销量贡献超过 20%。品牌复兴进行时，后百亿时代已经来临，近日公司再发涨价通知，11 月 10 日起 52 度国窖计划内配额价格再上调 20 元/瓶。在涨价的背后是国窖品牌力的日渐提升，从封藏大典到“让世界品味中国”全球文化之旅，从国窖会到七星盛宴，公司以文化和品味为内核，不断进行消费者培育工作。分地区来看，目前西南、华中等传统优势市场稳定增长；华东市场增速领跑，苏南、上海等地销售氛围日盛，后续发展空间较大。

特曲控货挺价，大单品雏形已现。2015 年以来特曲价格持续提升，今年以来特曲老字号出厂价从 168 提升到 178 元，同时第十代新版特曲出厂价 198 元，再上台阶；为配合特曲涨价，三季度特曲主动控货梳理市场，受控货影响，特曲增速阶段性放缓，展望未来，特曲作为老名酒品牌势能犹在，有望成为 200-300 元价格带的全国化大单品。此外，公司渠道深耕纵向深入三四线城市，同时充分调动经销商资源，共建网络，携手发展。

毛利率提升贡献业绩增量，高费用投放为品牌赋能。2019Q3 公司综合毛利率为 84.2%，同比提升 2.8pct，主要系高端国窖产品占比的提升；同时公司维持了高品牌投放的发展战略，2019Q3 销售费用率 30.8%，领跑所有上市白酒企业，高费用投放持续为公司品牌赋能，目前公司品牌力仍在上升通道中。此外，2019Q3 营业税金率为 9.9%，同比下降 2.0%，贡献了部分业绩增量。

盈利预测：维持“买入”评级，公司品牌力仍在上升通道中，国窖和特曲有望维持较高增速，略微上调 2019-2021 年归母净利润至 47.3/59.4/73.1 亿元，对应 EPS 分别为 3.23/4.06/4.99 元，2019-2021 年市盈率 26.6/21.1/17.2 倍。维持目标价 103 元，对应 2020 年 25 倍 PE。

风险提示：高端酒价盘大幅波动；公司渠道开拓进度低于预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,395	13,055	16,095	18,915	21,453
增长率 yoy (%)	25.2	25.6	23.3	17.5	13.4
归母净利润(百万元)	2,558	3,486	4,726	5,943	7,308
增长率 yoy (%)	32.7	36.3	35.6	25.8	23.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.75	2.38	3.23	4.06	4.99
净资产收益率 (%)	17.0	20.5	24.5	25.1	25.0
P/E (倍)	49.1	36.1	26.6	21.1	17.2
P/B (倍)	8.3	7.4	6.5	5.3	4.3

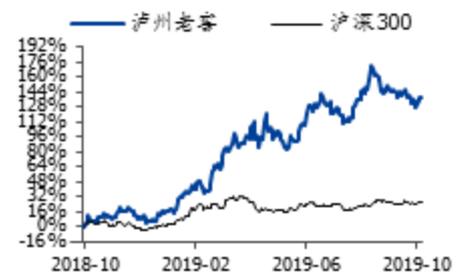
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
最新收盘价	85.80
总市值(百万元)	125,675.76
总股本(百万股)	1,464.75
其中自由流通股(%)	99.68
30 日日均成交量(百万股)	5.20

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

相关研究

- 1、《泸州老窖 (000568.SZ)：剑指三甲，国窖特曲齐发力》2019-08-28
- 2、《泸州老窖 (000568.SZ)：破立之间，复兴当时》2019-08-14

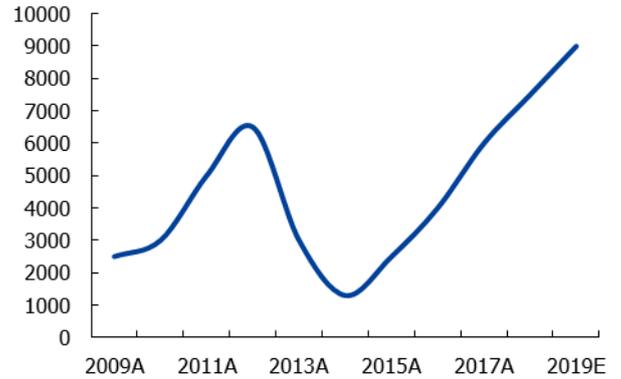


图表 3: 国窖批价变化情况 (单位: 元)



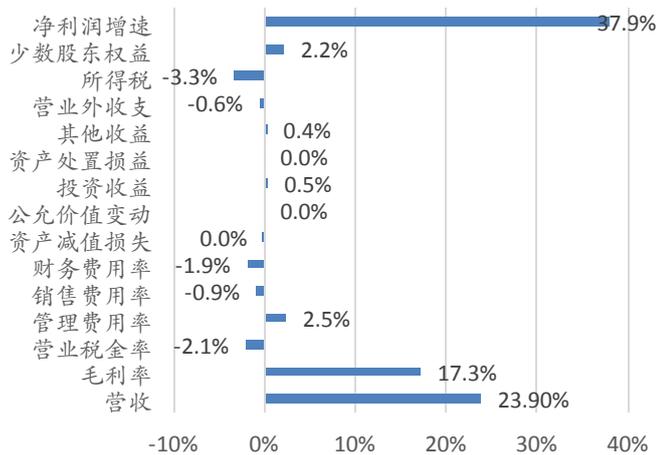
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 国窖销量变化情况 (单位: 元)



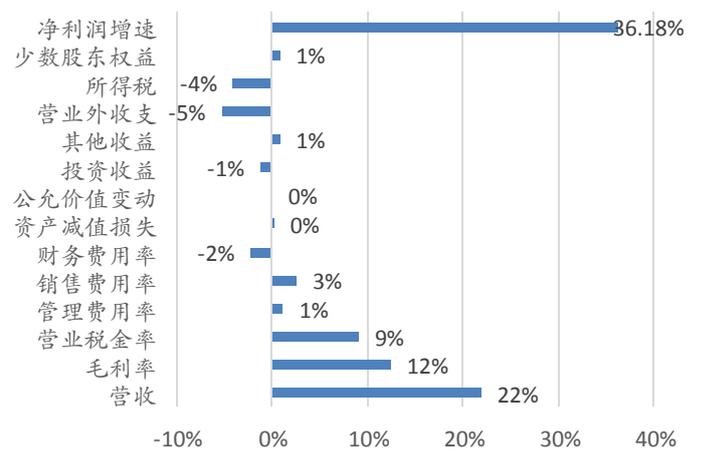
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2019Q1-3 净利润增速贡献拆分



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2019Q3 净利润增速贡献拆分



资料来源: wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com