

投资评级：买入(首次)

泸州老窖(000568)

国窖系列领航，老窖系列继续发力

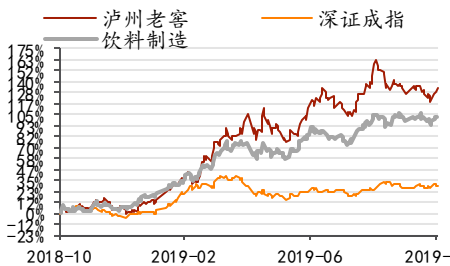
## 市场数据 2019-10-31

收盘价(元)	87.20
一年内最低/最高(元)	36.66/98.48
市盈率	29.6
市净率	7.20

## 基础数据

净资产收益率(%)	21.81
资产负债率(%)	24.2
总股本(亿股)	14.65

## 最近12月股价走势



## 联系信息

张文录	分析师
SAC 证书编号: S0160517100001	
zhangwenlu@ctsec.com	
刘骜飞	联系人
liuaf@ctsec.com	

## 相关报告

**事件:** 公司发布 2019 年三季报, 前三季度实现营业收入 114.8 亿元, 同比增长 23.9%, 实现归属上市公司股东净利润 38.0 亿, 同比增长 38.0%。三季度业绩表现亮眼。

- **控货因素致使收入端增速环比放缓, 但利润仍然高增。** 公司 Q3 实现营业收入 34.6 亿元, 同比增长 21.9%; 实现单季度归母净利润 10.5 亿元, 同比增长 35.5%。公司 9 月轻踩刹车, 取消执行当月国窖 1573 经典装计划配额, 国窖 1573 一批价稳定在 780-820 之间。同时头曲系列部分地区也进行了停货, 因此单季度整体收入较 Q2 有所放缓。公司旺季挺价决心及力度较大。由于高端产品整体占比的提升, 公司利润增速仍高, 单季度毛利率同比提升 2.8pcts。

- **国窖及老窖系列量价齐升, 四季度仍有提价预期。** 今年 6 月份国窖系列出厂价提升 40 元, 终端指导价 860 元, 实际成交价 800 元以上。目前来看公司控货挺价策略卓有成效, 渠道库存也维持在合理水平。另外我们认为老窖特曲系列由于历史原因导致价值低估, 目前十代特曲 200 元出厂价仍有上升空间。公司已下发文件, 11 月 10 日起国窖 1573 经典装价格上调 20 元/瓶, 同时 12 月及明年 1 月仍有提价计划。

- **弹性最大的高端白酒, 老窖复兴指日可待。** 公司 2018 年销售收入已高于 2012 年鼎盛时期, 同时今年营收利润将继续创历史新高。我们认为公司不仅在高端白酒市场已然站稳脚跟, 同时以窖龄和特曲为代表的中档酒类市场将会是公司未来弹性的最大贡献。老窖特曲作为“老八大名酒”之一, 目前价值仍被大幅低估。

## ● 盈利预测及投资建议

我们认为高端白酒本轮行情仍未结束, 第三季度的坚实业绩有望使得估值提前切换, 明年仍有增长空间。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 3.30 元、4.17 元、5.10 元, 对应 2019-2021 年 PE 分别为 26.4 倍、20.9 倍、17.1 倍。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

**风险提示:** 白酒行业政策性风险; 市场需求变化风险; 渠道压货风险。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	10,395	13,055	16,323	19,610	23,319
增长率	25.2%	25.6%	25.0%	20.1%	18.9%
归属母公司股东净利润(百万)	2,558	3,486	4,840	6,115	7,477
增长率	32.7%	36.3%	38.8%	26.3%	22.3%
每股收益(元)	1.75	2.38	3.30	4.17	5.10
市盈率(倍)	49.9	36.6	26.4	20.9	17.1

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>10,395</b>	<b>13,055</b>	<b>16,323</b>	<b>19,610</b>	<b>23,319</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	2,918	2,934	3,460	4,118	4,664	营业收入增长率	25.2%	25.6%	25.0%	20.1%	18.9%
营业税费	1,335	1,606	2,180	2,549	3,031	营业利润增长率	35.0%	36.4%	39.9%	26.3%	22.0%
销售费用	2,412	3,393	4,570	5,295	6,296	净利润增长率	32.7%	36.3%	38.8%	26.3%	22.3%
管理费用	569	722	1,061	1,196	1,422	EBITDA 增长率	31.4%	34.5%	15.6%	26.2%	21.8%
财务费用	-107	-215	-1,357	-1,704	-2,078	EBIT 增长率	32.9%	36.4%	15.2%	26.5%	22.1%
资产减值损失	0	-2	21	22	26	NOPLAT 增长率	31.6%	33.6%	15.6%	26.5%	22.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.9%	14.2%	67.9%	-42.0%	168.7%
投资和汇兑收益	138	98	154	130	127	净资产增长率	37.6%	11.8%	8.5%	10.7%	12.2%
<b>营业利润</b>	<b>3,428</b>	<b>4,677</b>	<b>6,541</b>	<b>8,263</b>	<b>10,084</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	6	-18	-12	-12	-12	毛利率	71.9%	77.5%	78.8%	79.0%	80.0%
<b>利润总额</b>	<b>3,434</b>	<b>4,659</b>	<b>6,530</b>	<b>8,251</b>	<b>10,073</b>	营业利润率	33.0%	35.8%	40.1%	42.1%	43.2%
减: 所得税	832	1,148	1,632	2,063	2,518	净利润率	24.6%	26.7%	29.6%	31.2%	32.1%
<b>净利润</b>	<b>2,558</b>	<b>3,486</b>	<b>4,840</b>	<b>6,115</b>	<b>7,477</b>	EBITDA/营业收入	33.4%	35.7%	33.0%	34.7%	35.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT/营业收入	31.7%	34.5%	31.8%	33.4%	34.3%
货币资金	8,450	9,367	6,077	12,957	3,920	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	40	30	23	18	14
应收帐款	229	10	622	36	668	<b>流动营业资本周转天数</b>	68	30	66	51	91
应收票据	2,493	2,388	9,400	560	16,282	流动资产周转天数	415	410	388	352	343
预付帐款	198	137	178	240	237	应收帐款周转天数	8	3	7	6	5
存货	2,812	3,230	3,216	4,662	4,411	存货周转天数	92	83	71	72	70
其他流动资产	87	361	204	217	261	总资产周转天数	579	584	547	488	460
可供出售金融资产	323	276	307	302	295	投资资本周转天数	204	181	207	171	194
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	1,825	2,091	2,165	2,248	2,343	ROE	16.9%	20.5%	26.3%	30.1%	32.9%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROA	13.2%	15.5%	18.1%	23.7%	22.6%
固定资产	1,130	1,030	1,018	976	901	ROIC	44.3%	54.9%	55.5%	41.9%	88.0%
在建工程	1,567	3,000	3,056	3,123	3,206	<b>费用率</b>					
无形资产	231	232	367	496	620	销售费用率	23.2%	26.0%	28.0%	27.0%	27.0%
其他非流动资产	411	481	343	281	194	管理费用率	5.5%	5.5%	6.5%	6.1%	6.1%
<b>资产总额</b>	<b>19,756</b>	<b>22,605</b>	<b>26,983</b>	<b>26,156</b>	<b>33,428</b>	财务费用率	-1.0%	-1.6%	-8.3%	-8.7%	-8.9%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	27.7%	29.9%	26.2%	24.4%	24.2%
应付帐款	1,279	1,292	1,443	1,889	2,067	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	769	153	418	资产负债率	22.5%	24.2%	31.1%	21.3%	31.0%
其他流动负债	3,088	4,123	6,111	3,466	7,794	负债权益比	29.0%	32.0%	45.2%	27.1%	44.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.27	2.86	2.37	3.39	2.51
其他非流动负债	76	65	76	72	71	速动比率	2.62	2.26	1.98	2.54	2.08
<b>负债总额</b>	<b>4,443</b>	<b>5,481</b>	<b>8,399</b>	<b>5,579</b>	<b>10,350</b>	利息保障倍数	-30.86	-20.93	-3.82	-3.85	-3.85
<b>少数股东权益</b>	<b>141</b>	<b>160</b>	<b>217</b>	<b>291</b>	<b>368</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465	DPS(元)	1.25	1.55	2.27	2.86	3.45
留存收益	13,535	15,363	16,902	18,822	21,245	分红比率	71.6%	65.1%	68.8%	68.5%	67.5%
<b>股东权益</b>	<b>15,313</b>	<b>17,124</b>	<b>18,584</b>	<b>20,577</b>	<b>23,078</b>	股息收益率	1.4%	1.8%	2.6%	3.3%	4.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	2,602	3,510	4,840	6,115	7,477	EPS(元)	1.75	2.38	3.30	4.17	5.10
加: 折旧和摊销	169	164	206	240	275	BVPS(元)	10.36	11.58	12.54	13.85	15.50
资产减值准备	0	-2	21	22	26	PE(X)	49.9	36.6	26.4	20.9	17.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.4	7.5	7.0	6.3	5.6
财务费用	35	64	-1,357	-1,704	-2,078	P/FCF	60.6	48.8	1,487.5	11.6	-31.7
投资收益	-138	-98	-154	-130	-127	P/S	12.3	9.8	7.8	6.5	5.5
少数股东损益	44	25	58	74	77	EV/EBITDA	34.2	25.2	22.5	16.8	14.9
营运资金的变动	1,780	1,710	-4,520	5,070	-11,382	CAGR(%)	33.5%	29.1%	35.9%	33.5%	29.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3,693</b>	<b>4,298</b>	<b>-906</b>	<b>9,688</b>	<b>-5,731</b>	PEG	1.5	1.3	0.7	0.6	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1,396</b>	<b>-1,465</b>	<b>-313</b>	<b>-312</b>	<b>-329</b>	ROIC/WACC	4.2	5.2	5.3	4.0	8.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,326</b>	<b>-1,917</b>	<b>-2,072</b>	<b>-2,496</b>	<b>-2,976</b>	REP	4.6	3.2	1.9	4.2	0.8

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**信息披露****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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。