

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2019年11月26日**
**市场数据**

目前股价	84.35
总市值（亿元）	1,235.52
流通市值（亿元）	1,231.60
总股本（万股）	146,475
流通股本（万股）	146,011
12个月最高/最低	98.48/36.93

**分析师**

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：逢晓娟

S1070119020015

☎ -

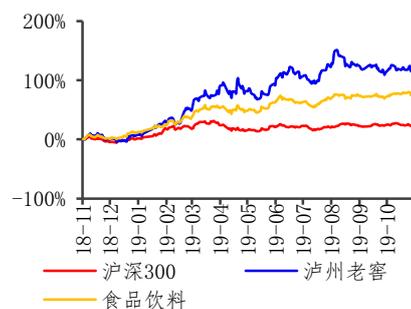
✉ pangxiaojuan@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;中高档产品提速，双百亿目标更进一步&gt;&gt;

2019-08-29

&lt;&lt;紧抓高端提价机遇，2019年继续发力&gt;&gt;

2019-05-15

&lt;&lt;2018完美收官，2019全面加速&gt;&gt;

2019-04-29

# 紧抓行业机遇，高中档全面发力

## ——泸州老窖（000568）公司动态点评

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	16186	19288	22548
(+/-%)	23.98%	19.2%	16.9%
净利润	4791	5997	7271
(+/-%)	37.5%	25.2%	21.2%
摊薄 EPS	3.27	4.09	4.96
PE	26	21	17

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

■ **事项：**公司 2019 年前三季度实现营收 114.8 亿元，同比增长 23.9%，归属于母公司的净利润 38.0 亿元，同比增长 38.0%，其中 Q3 实现营收 34.6 亿元，同比增长 21.9%；归母净利 10.5 亿元 同比增长 35.5%。符合预期

■ **投资观点：**

**抓住高端机遇，国窖跻身百亿大单品。**19 年国窖紧跟竞品提价步伐，批发从年初 700 元左右提升至目前 780 元左右，经销商打款积极性高，9 月底提前实现销售口径破百亿目标，锁定全年业绩。展望 2020 年，价格方面，通过控费、提高结算价等多重措施保证价格提升，体现品牌价值，销量方面，华东、华南等新拓市场潜力巨大，根据酒业家报道，公司 2020 年计划实现销售口径目标 130 亿，同比增长 30%，延续高增态势。

**腰部产品表现亮眼，泸州老窖加速复兴。**前三季度，特曲通过多次提价，理顺价格体系，通过加大品牌宣传、消费者品鉴等投入，保持了较快增长，窖龄酒今年更多处于理顺阶段，明有望提速。

**三季度预收表现良好，现金流量表靓丽。**三季度末，预收款环比增加 2 亿元，主要原因是提价预期强烈，经销商打款积极。Q3 回款 34.6 亿元，同比增长 21.8%，与收入增速相当，经营活动现金流量净额 16.4 亿元，表现靓丽。

**期间费用率基本稳定，毛利率提升叠加营业税金比率下降推动净利率提升。**Q3 毛利率为 84.2%，较去年同期提升 2.8pct，国窖、特曲等结算价不断提升以及中低档酒品牌聚焦下的结构提升是主要原因。Q3 销售费率 30.8%，同比下降 0.6pct，与国窖费用结构优化有关。Q3 管理费用率（含研发费用）6.2%，较去年下降 0.2pct，基本保持稳定，营业税金及附加比率 9.9%，同比下降 2pct，净利率同比大幅提升 2pct 至 29.9%，导致业绩增速超过收入增速。

**投资建议：**2019 年公司紧抓高端机遇，高中档全面发力，取得了良好成绩，全年收入增速预计贴近目标上限。展望 2020 年，公司将继续以重回行业前三、实现国窖、泸州老窖双品牌复兴努力。预计 19-21 年公司收入增长 24%/19%/17%；净利润增长 38%/25%/21%；对应 PE 为 26/21/17 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**宏观波动超预期、食品安全问题

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10394.87	13055.47	16185.88	19288.40	22547.82	<b>成长性</b>					
营业成本	2917.82	2934.00	3343.58	3588.20	3765.40	营业收入增长	25.2%	25.6%	24.0%	19.2%	16.9%
营业费用	2411.88	3392.72	4046.47	4822.10	5749.69	营业成本增长	-6.5%	0.6%	14.0%	7.3%	4.9%
管理费用	569.45	722.45	776.92	867.98	1014.65	营业利润增长	35.0%	36.4%	35.8%	25.2%	21.8%
研发费用	0.00	62.17	19.27	28.70	41.94	利润总额增长	35.7%	35.7%	36.9%	25.1%	21.7%
财务费用	-106.90	-215.07	-177.79	-240.97	-323.18	净利润增长	32.7%	36.3%	37.5%	25.2%	21.2%
其他收益	27.09	24.09	12.80	15.99	19.99	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	138.32	97.99	186.60	187.54	187.29	毛利率	71.9%	77.5%	79.5%	81.6%	83.5%
营业利润	3428.21	4676.98	6352.40	7955.52	9686.26	销售净利率	25.0%	26.9%	30.4%	31.6%	32.8%
营业外收支	5.51	-18.30	25.57	23.61	21.58	ROE	17.0%	20.5%	25.1%	25.4%	25.0%
利润总额	3433.72	4658.69	6377.97	7979.14	9707.84	ROIC	52.5%	63.4%	108.0%	113.1%	136.2%
所得税	831.69	1148.22	1482.35	1895.91	2326.75	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	44.08	24.82	104.53	86.11	109.83	销售费用/营业收入	23.2%	26.0%	25.0%	25.0%	25.5%
<b>资产负债表</b>						管理费用/营业收入	5.5%	5.5%	4.8%	4.5%	4.5%
						研发费用/营业收入	0.0%	0.5%	0.1%	0.1%	0.2%
流动资产	14268.73	15494.47	16841.99	19929.17	25685.06	财务费用/营业收入	-1.0%	-1.6%	-1.1%	-1.2%	-1.4%
货币资金	8449.62	9367.39	12351.75	15517.72	20641.71	投资收益/营业利润	4.0%	2.1%	2.9%	2.3%	1.9%
应收票据及应收账款	2500.82	2398.66	0.00	0.00	0.00	所得税/利润总额	24.2%	24.6%	23.2%	23.8%	24.0%
其他应收款	235.73	166.53	338.19	263.36	439.97	应收账款周转率	4.66	5.33	0.00	0.00	0.00
存货	2811.87	3230.42	3674.62	3735.93	4041.17	存货周转率	1.10	0.97	0.97	0.97	0.97
非流动资产	5487.03	7110.46	8139.57	8989.76	9793.19	流动资产周转率	0.87	0.88	1.01	1.06	1.00
固定资产	1129.89	1029.67	1969.73	2653.98	3182.42	总资产周转率	0.62	0.62	0.69	0.72	0.71
资产总计	19755.76	22604.93	24981.56	28918.93	35478.25	<b>偿债能力</b>					
流动负债	4367.23	5415.48	5088.94	4517.31	5374.54	资产负债率(%)	22.5%	24.2%	20.6%	15.8%	15.3%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.27	2.86	3.31	4.41	4.78
应付账款	740.70	1292.05	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.56	2.20	2.49	3.49	3.92
非流动负债	75.94	65.23	65.23	65.23	65.23	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	1.75	2.38	3.32	4.16	5.04
负债合计	4443.17	5480.72	5154.17	4582.54	5439.77	每股净资产	10.36	11.58	13.35	16.37	20.19
股东权益	15312.59	17124.21	19827.38	24336.39	30038.47	每股经营现金流	2.38	2.78	4.18	3.81	5.22
股本	1464.75	1464.75	1464.75	1464.75	1464.75	每股经营现金/EPS	1.36	1.17	1.26	0.92	1.03
留存收益	9991.95	11646.65	13105.10	15001.69	17312.57	<b>估值</b>					
少数股东权益	141.15	159.54	265.73	353.20	464.74	P/E	49.13	36.06	26.23	20.96	17.28
负债和股东权益	19755.76	22604.93	24981.56	28918.93	35478.25	PEG	1.27	1.15	0.73	0.64	0.61
<b>现金流量表</b>						P/B	8.28	7.41	6.45	5.28	4.29
						EV/EBITDA	35.04	25.65	18.20	14.05	11.02
经营活动现金流	3693.41	4297.92	6115.75	5575.95	7640.81	EV/SALES	11.29	8.92	7.02	5.74	4.69
其中营运资本减少	1004.33	740.28	1310.30	-492.84	225.33	EV/IC	7.73	6.86	5.83	4.64	3.61
投资活动现金流	-1396.44	-1465.42	-1037.31	-981.09	-1048.09	ROIC/WACC	4.95	5.98	10.16	10.60	12.82
资本支出	1416.00	1468.48	582.90	403.98	357.22	REP	1.56	1.15	0.57	0.44	0.28
筹资活动现金流	1326.35	-1916.67	-2094.08	-1428.88	-1468.74						
现金净增加额	3623.17	916.56	2984.36	3165.98	5123.99						

### 研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

#### 行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>