

泸州老窖 (000568): 业绩增长稳健亮眼, 高档酒提价放量未来可期

——泸州老窖 2019 年三季度报点评

2019 年 10 月 31 日

强烈推荐/维持

泸州老窖 公司报告

报告摘要:

事件: 公司三季度业绩稳健高速增长, 符合预期。公司 19Q1-Q3 实现营业收入 114.77 亿元, 同比+23.9%, 净利润 37.95 亿元, 同比+37.96%, 经营性活动现金流净额同比+47.85%。其中, 单三季度营收同比+21.86%, 净利润同比+35.5%。

高中档酒的放量是营收持续高速增长的主要原因, 上半年中档酒特曲借渠道之力实现放量, 三季度实行控量挺价, 高档酒国窖 1573 在量的增长幅度高于特曲, 截至 10 月份国窖 1573 单品成功突破百亿。区域稳步扩张带来量的增长, 自 18 年全面打响泸州老窖“东进南图”攻坚战以来, 成功实现华东、华南销售破局, 华东地区成长较快。

特曲+国窖 1573 纷纷提价, 叠加合理控费, 利润端表现亮眼。19 年前三季度毛利率 81.07%, 同比增长 4.14pct, 三个季度毛利率环比均上行, 主要系提价及产品结构变化。提价方面, 中档酒特曲价值回归, 价格站上历史高位, 稳稳占据中档价格带市场 (200-400 元); 国窖 1573 在高端酒市场依然采取跟随茅台策略, 上半年茅台提价给予公司进一步提价的空间, 7 月份公司对 43 度、46 度国窖 1573 等进行了一次较大规模的提价, 且近日再次发布上调 52 度国窖 1573 经典装价格通知, 高中档酒稳步提价, 利润空间增长。产品结构方面, 国窖 1573 量增高于特曲, 高档酒占比或提升提高整体毛利率。

前三季度费用继续维持稳定, 单三季度费用率增长。19 年前三季度销售费用率 22.7%, 均与去年同期持平。19Q1-Q3 销售费用率分别为 16.9%/21.7%/30.8%, 呈现上升趋势。第三季度期间应收账款下降 26.1%, 预付款项上升 18%, 公司在一些成熟区域或面临竞争压力, 并积极投入费用拓展新区域市场, 不过公司控费决心较大, 预计 19 年全年费用端稳定。高中档产品稳步提价, 费用投放稳定, 保障了公司利润端的持续增长, 19 年前三季度净利率 33.07%, 较去年同期增长 3.37pct。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,394.8	13,055.4	16,283.1	19,694.4	23,839.5
增长率 (%)	25.18%	25.60%	24.72%	20.95%	21.05%
净利润 (百万元)	2,602.02	3,510.47	4,871.43	6,309.18	8,035.58
增长率 (%)	33.46%	34.91%	38.77%	29.51%	27.36%
净资产收益率 (%)	16.86%	20.55%	25.44%	28.69%	31.39%
每股收益 (元)	1.80	2.38	3.31	4.28	5.47
PE	47.72	36.05	25.96	20.02	15.70
PB	8.28	7.41	6.60	5.75	4.93

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

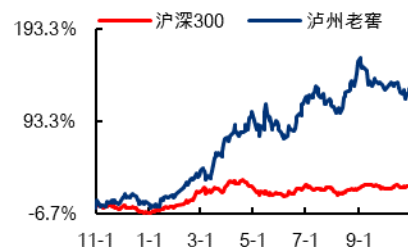
公司是具有 400 多年酿酒历史的国有控股上市公司。公司以专业化白酒产品设计、生产、销售为主要经营模式, 主营“国窖 1573”、“泸州老窖”等系列白酒的研发、生产和销售, 主要综合指标位于白酒行业前列。

未来 3-6 个月重大事项提示:
无

交易数据

52 周股价区间 (元)	85.8-36.65
总市值 (亿元)	1256.76
流通市值 (亿元)	1252.77
总股本/流通 A 股 (万股)	146475/146011
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.87

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

首席分析师: 刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120001

研究助理: 张东雪

zhangdx@dxzq.net.cn

依托渠道管理优势，高中档酒提价政策稳步落地。高中档酒提价顺利，终端政策落地且未出现销售上的大幅波动，主要系公司强大的渠道管控能力，体现在渠道拓展能力以及管控能力上。渠道改革初见成效，公司管理团队管理经验成熟丰富且成员构成稳定，对渠道整顿的决心较大，大力度削减运营商数量，保障了高中档酒提价动作的顺利进行，在“重回行业前三”的目标指引下，高中档酒增长势头强劲。

高档酒国窖 1573 的放量仍为公司长期着力点，公司将充分利用渠道端优势不断发力，高档酒增长未来可期。高端酒产能未来将逐步释放，未来公司所投资的 74 亿酿酒工程技改项目截至 2019H1 工程进度 60%，三季度末在建工程较年初增长 95%，该工程建设按计划推进，该项目投产后，可将原来用于生产中端产品的老窖池置换出来专注于生产国窖 1573 基酒，高端酒产能增长将支撑公司放量战略。

盈利预测：渠道管控优势是基础，未来高档酒产能扩张是保障，“特曲+国窖 1573”品牌打造是利器，看好公司持续性业绩强势增长。预计公司 19-21 年收入分别实现 162.83 /196.94 /238.40 亿元，同比增长 24.72% /20.95% /21.05%，预计净利润分别实现 48.71 /63.09 /80.36 亿元，同比增长 38.77% /29.51% /27.36%，每股收益 3.31、4.28、5.47 元，给予 2020 年 28X 估值，对应目标价 119.84 元，上涨空间为 40%，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：高档酒提价落地不及预期，区域扩张不及预期，产能瓶颈等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2017A	2018A	2019E	2021E	2022E		2017A	2018A	2019E	2021E	2022E
流动资产合计	14269	15494	19689	23161	27673	营业收入	10395	13055	16283	19694	23840
货币资金	8450	9367	12460	14600	17958	营业成本	2918	2934	3118	3758	3875
应收账款	8	10	13	15	19	营业税金及附加	1335	1606	1954	2363	2861
其他应收款	221	137	170	206	249	营业费用	2412	3393	4232	4514	5647
预付款项	198	137	162	138	140	管理费用	569	722	901	1005	1106
存货	2812	3230	3219	4008	4067	财务费用		-215	-215	-151	-135
其他流动资产	73	194	206	290	348	资产减值损失	0.45	-2.04	-0.36	-0.65	-1.01
非流动资产合计	5487	7110	6217	5875	5479	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1825	2091	1876	1931	1966	投资净收益	138.32	97.99	110.00	130.00	120.00
固定资产	1130	1029	2207	2556	2516	营业利润	3428	4677	6404	8336	10607
无形资产	231	232	209	186	162	营业外收入	25.89	31.23	20.00	30.00	40.00
其他非流动资产	0	45	0	0	0	营业外支出	20.38	49.53	20.00	35.00	34.84
资产总计	19756	22605	25826	28957	33072	利润总额	3434	4659	6404	8331	10613
流动负债合计	4367	5415	6478	6733	7187	所得税	832	1148	1533	2022	2577
短期借款	0	0	1633	1212	1253	净利润	2602	3510	4871	6309	8036
应付账款	741	1292	1067	1459	1416	少数股东损益	44	25	30	33	29
预收款项	1957	1604	2079	2099	2459	归属母公司净利润	2558	3486	4841	6276	8006
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	3713	4849	6512	8596	10905
非流动负债合计	76	65	52	51	49	EPS (元)	1.80	2.38	3.31	4.28	5.47
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2021E	2022E
负债合计	4443	5481	6530	6784	7236	成长能力					
少数股东权益	141	160	190	223	252	营业收入增长	25.18%	25.60%	24.72%	20.95%	21.05%
实收资本(或股本)	1465	1465	1465	1465	1465	营业利润增长	34.97%	36.43%	36.93%	30.16%	27.25%
资本公积	3544	3717	3717	3717	3717	归属于母公司净利润	38.89%	36.27%	38.89%	29.64%	27.57%
未分配利润	8527	10182	9979	9947	9758	获利能力					
归属母公司股东权	15171	16965	19029	21873	25506	毛利率(%)	59.38%	71.93%	80.85%	80.92%	83.75%
负债和所有者权益	19756	22605	25826	28957	33072	净利率(%)	25.03%	26.89%	29.92%	32.04%	33.71%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	18.71%	12.95%	15.42%	18.75%	21.67%
	2017A	2018A	2019E	2021E	2022E	ROE(%)	16.86%	20.55%	25.44%	28.69%	31.39%
经营活动现金流	3693	4298	3218	5775	7470	偿债能力					
净利润	2602	3510	4871	6309	8036	资产负债率(%)	22%	24%	25%	23%	22%
折旧摊销	392.14	386.96	0.00	411.08	433.33	流动比率					
财务费用	-107	-215	-215	-151	-135	速动比率					
应付帐款的变化	0	0	-2	-3	-3	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	474	21	360	总资产周转率	0.62	0.62	0.67	0.72	0.77
投资活动现金流	-1396	-1465	658	73	84	应收账款周转率	1746	1424	1413	1397	1396
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.96	12.85	13.80	15.59	16.58
长期股权投资减少	0	0	491	-55	-35	每股指标(元)					
投资收益	138	98	110	130	120	每股收益(最新摊薄)	1.80	2.38	3.31	4.28	5.47
筹资活动现金流	1326	-1917	-783	-3707	-4197	每股净现金流(最新)	2.47	0.63	2.11	1.46	2.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	10.36	11.58	12.99	14.93	17.41
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	63	0	0	0	0	P/E	47.72	36.05	25.96	20.02	15.70
资本公积增加	2892	173	0	0	0	P/B	8.28	7.41	6.60	5.75	4.93
现金净增加额	3623	916	3092	2141	3357	EV/EBITDA	31.57	23.99	17.64	13.06	9.99

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

张东雪

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。