

2020年04月28日

国窖提振利润，品牌复兴途中  
买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	15,817	17,463	20,540	23,669
同比（%）	21.2%	10.4%	17.6%	15.2%
归母净利润（百万元）	4,642	5,185	6,358	7,545
同比（%）	33.2%	11.7%	22.6%	18.7%
每股收益（元/股）	3.17	3.54	4.34	5.15
P/E（倍）	26.03	23.31	19.01	16.02

事件

公司发布 2019 年年报及 2020 年一季报，19 年实现营收 158.17 亿元（+21.15%），归母净利润 46.42 亿元（+33.17%），扣非净利 46.01 亿元（+32.09%）。19Q4 实现营收 43.4 亿元（+14.44%），归母净利润 8.47 亿元（+15.26%），扣非净利 8.09 亿元（+9.32%）。20Q1 实现营收 35.52 亿元（-14.79%），归母净利润 17.07 亿元（+12.72%），扣非净利 17.14 亿元（+13.5%）。

投资要点

■ **1573 完成百亿目标，收入结构改善提振利润。** 1) **收入端：**公司 19 年实现营收 158.17 亿元（+21.15%），归母净利润 46.42 亿元（+33.17%），19Q4 实现营收 43.4 亿元（+14.44%）。**分产品看，**19 年公司产品结构进一步优化，拆分量价来看业绩增长依靠吨价提升带动，其中销量 14.3 万吨（同比-2.6%），吨价约 10.9 万元/吨（同比+24.6%），高/中/低档分别同增 35/2/17%，1573 单品提前达成销售口径百亿目标，营收占比过半，调研反馈其增速同比超 30%，今年 1573 多次挺价控价提升价格印证公司品牌力强劲，特曲产品站稳 200 元价格带，特曲 60 卡位次高端价格带表现亮眼。2) **利润端：**公司 19 年毛利率 80.62%（+3.09pct），主要系以 1573 为代表的高档酒放量优化结构所致，销售费用率 26.47%（+0.48pct），主要系广宣费用的增加所致，管理费用率（含研发费用）5.69%（-0.32pct），毛利率提升提振净利率水平至 29.35%（+2.46pct）。3) **现金流：**19 年公司现金流明显改善，渠道回款积极，经营活动现金流净额为 48.4 亿元（同比+5 亿元），应收票据+应收账款+应收款项融资稳定约 24.1 亿元（同比+0.14 亿元），预收款 22.4 亿元（同比+6.4 亿元），公司作为行业龙头现金流质量较高，议价能力明显增强。

■ **20Q1 表现良好，品牌复兴在路上。**公司 20Q1 实现营收 35.52 亿元（-14.79%），归母净利润 17.07 亿元（+12.72%）。公司节前打款积极，控货挺价收效显著，疫后放缓打款节奏主要以去化库存为主，营收同比出现下滑，当前库存良性价盘稳固，期待疫后反弹刺激动销。20Q1 毛利率 86.85%（+7.7pct），或因结构升级叠加营业成本有所降低所致，销售费用率 13.67%（-3.26pct），主因疫情冲击下宣发活动暂停从而导致费用投入减少，管理费用率（含研发费用）4.87%（+0.97pct），低成本叠加税金及附加减少为主要因素，净利率水平为 48.59%（+11.31pct）。疫情影响下公司主动调整短期发货节奏，接连取消国窖两个月配额，后续配额按终端动销率达成 70% 以上继续执行，着眼长远。20Q1 应收票据+应收账款+应收款项融资等约 20.8 亿元（环比-3.3 亿），预收款 6.3 亿（环比 19 年末-16.1 亿）。考虑到疫情影响，公司 20 年不设具体量化目标，公司将确保行业排位不下降。19 年公司充分把握高端机遇成绩优异，20 年行业

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001  
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	82.50
一年最低/最高价	64.49/98.48
市净率(倍)	5.73
流通 A 股市值(百万元)	120842.08

基础数据

每股净资产(元)	14.39
资产负债率(%)	28.61
总股本(百万股)	1464.75
流通 A 股(百万股)	1460.11

相关研究

- 1、《泸州老窖 (000568)：国窖迈入后百亿，且看来年更从容》2019-10-31
- 2、《泸州老窖 (000568)：国窖量价齐升，特曲势能向上》2019-08-29
- 3、《泸州老窖 (000568)：国窖引擎继续发力，品牌复兴步伐坚定》2019-04-26

加速头部集中趋势不改，公司敢于牺牲短期目标理性务实，国窖、泸州老窖双品牌复兴在途中。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年收入分别为 175/205/237 亿，同比+10/18/15%；归母净利润分别为 52/64/75 亿，同比+12/23/19%；当前股价对应 PE 分别为 23/19/16X，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。

## 泸州老窖三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>16314</b>	<b>18311</b>	<b>22181</b>	<b>26736</b>	<b>营业收入</b>	<b>15817</b>	<b>17463</b>	<b>20540</b>	<b>23669</b>
现金	9754	8649	14695	15509	减:营业成本	3065	3451	3629	4089
应收账款	18	13	24	19	营业税金及附加	1976	2181	2629	3030
存货	3641	4095	4040	5126	营业费用	4186	4366	5135	5752
其他流动资产	2901	5553	3421	6083	管理费用	829	824	984	1194
<b>非流动资产</b>	<b>12606</b>	<b>13193</b>	<b>14050</b>	<b>14827</b>	财务费用	-205	-92	-166	-284
长期股权投资	2231	2516	2784	3051	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	1519	2974	4217	5155	加:投资净收益	155	154	136	136
在建工程	7257	6099	5438	4998	其他收益	0	0	0	0
无形资产	332	336	344	357	<b>营业利润</b>	<b>6119</b>	<b>6887</b>	<b>8465</b>	<b>10024</b>
其他非流动资产	1267	1267	1267	1267	加:营业外净收支	-15	-10	-9	-13
<b>资产总计</b>	<b>28920</b>	<b>31503</b>	<b>36231</b>	<b>41564</b>	<b>利润总额</b>	<b>6104</b>	<b>6878</b>	<b>8455</b>	<b>10011</b>
<b>流动负债</b>	<b>6787</b>	<b>6954</b>	<b>7703</b>	<b>8020</b>	减:所得税费用	1462	1646	2045	2421
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	46	53	46
应付账款	1869	1690	2052	2164	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4642</b>	<b>5185</b>	<b>6358</b>	<b>7545</b>
其他流动负债	4918	5264	5651	5856	EBIT	5976	6676	8164	9601
<b>非流动负债</b>	<b>2578</b>	<b>2092</b>	<b>1620</b>	<b>1142</b>	EBITDA	6143	6951	8628	10246
长期借款	2491	2005	1533	1055					
其他非流动负债	87	87	87	87	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>9365</b>	<b>9046</b>	<b>9323</b>	<b>9162</b>	每股收益(元)	3.17	3.54	4.34	5.15
少数股东权益	148	194	247	293	每股净资产(元)	13.25	15.20	18.20	21.92
					发行在外股份(百万 股)	1465	1465	1465	1465
归属母公司股东权益	19407	22263	26662	32109	ROIC(%)	20.7%	20.5%	21.5%	21.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>28920</b>	<b>31503</b>	<b>36231</b>	<b>41564</b>	ROE(%)	23.7%	23.3%	23.8%	23.4%
					毛利率(%)	80.6%	80.2%	82.3%	82.7%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	29.3%	29.7%	31.0%	31.9%
经营活动现金流	4842	1824	9490	4384	资产负债率(%)	32.4%	28.7%	25.7%	22.0%
投资活动现金流	-4551	-707	-1185	-1286	收入增长率(%)	21.2%	10.4%	17.6%	15.2%
筹资活动现金流	93	-2221	-2258	-2284	净利润增长率(%)	33.2%	11.7%	22.6%	18.7%
现金净增加额	386	-1105	6046	813	P/E	26.03	23.31	19.01	16.02
折旧和摊销	167	275	464	645	P/B	6.23	5.43	4.53	3.76
资本开支	4605	301	589	510	EV/EBITDA	18.52	16.53	12.57	10.47
营运资本变动	311	-3436	2917	-3432					

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>

