

环比改善、稳中求进

——泸州老窖 (000568.SZ) 2020 年半年报点评

公司简报

◆事件：泸州老窖发布 2020 年中报，2020H1 公司实现营业总收入 76.34 亿元，同比下降 4.72%；实现归属母公司净利润 32.20 亿元，同比增长 17.12%。其中 2020Q2 实现营业总收入 40.82 亿元，同比增长 6.20%；实现归属母公司净利润 15.13 亿元，同比增长 22.51%。

◆Q2 业绩环比改善，高档白酒持续发力：2020Q2 公司收入同比增长 6.20%，环比 2020Q1 止跌回升。分产品结构来看，2020H1 高档酒实现收入 474.58 亿元，同比增长 10.03%，主要得益于国窖 1573 系列的量价齐升，疫情之后高端白酒的复苏进度优于中低端价格带；中档白酒实现收入 191.15 亿元，同比下降 14.03%；低档酒实现收入 90.87 亿元，同比下降 34.37%。2020 上半年末公司的预收款项（合同负债）为 5.88 亿元，较 2020Q1 环比小幅减少 0.38 亿元，环比降幅收窄。同时 2020H1 经营活动产生的现金流量净额为 7.29 亿元，其中 2020Q2 经营活动产生的现金流量净额为 10.45 亿元，基本恢复到去年同期水平。

◆净利率提升明显，盈利能力持续改善：2020H1 公司整体销售净利率为 42.24%，同比大幅提升 7.55pcts，主要是因为盈利能力更好的国窖 1753 收入占比提升带来产品结构优化，2020H1 的销售毛利率为 81.84%，同比提高 2.14pcts，近年来毛利率与净利率持续提升。2020Q2 的期间费用率为 19.28%，同比大幅下降 6.41pcts，其中销售费用率为 15.34%，同比大幅下降 6.33pcts，主要与疫情期间减少影响营销活动有关。2020H1 市场宣传费及市场拓展费用为 7.77 亿，同比下降 3.34 亿。

◆国窖 1573 持续挺价，全年目标有序推进：进入到 2020Q2，国窖 1573 在严格控货的基础上、打款节奏逐步恢复。同时近期国窖销售公司下发通知，国窖 1573 的出厂价上调 40 元/瓶，一方面紧跟高端白酒的批价上涨趋势，另一方面有望刺激经销商的打款意愿，推动全年目标有序完成。

◆盈利预测与估值：公司上半年经营业绩符合预期，需求环比改善趋势确立。维持 2020-22 年盈利预测，预计 2020-22 年 EPS 分别为 3.71/4.54/5.47 元，分别同比增长 17.1%/22.3%/20.5%。当前股价对应 2020-21 年的 PE 分别为 38x/31x，维持“买入”评级。

◆风险提示：经济波动影响高端白酒需求；食品安全事件等。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,055	15,817	16,980	19,813	22,587
营业收入增长率	25.60%	21.15%	7.35%	16.69%	14.00%
净利润（百万元）	3,486	4,642	5,436	6,646	8,010
净利润增长率	36.27%	33.17%	17.11%	22.25%	20.54%
EPS（元）	2.38	3.17	3.71	4.54	5.47
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.55%	23.92%	24.15%	25.13%	25.73%
P/E	60	45	38	31	26
P/B	12.3	10.8	9.3	7.9	6.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 27 日

买入（维持）

当前价：142.48 元

分析师

张喆（执业证书编号：S0930519050003）

021-52523805

zhangzhe@ebcn.com

叶倩瑜（执业证书编号：S0930517100003）

021-52523657

yeqianyu@ebcn.com

陈彦彤（执业证书编号：S0930518070002）

021-52523689

chenyt@ebcn.com

市场数据

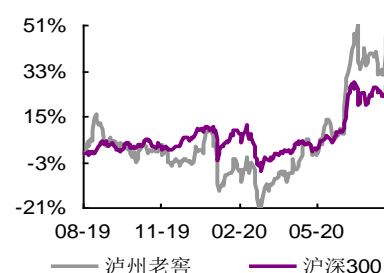
总股本(亿股)：14.65

总市值(亿元)：2086.98

一年最低/最高(元)：64.88/144.29

近 3 月换手率：75.94%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	21.57	46.87	40.44
绝对	26.58	69.04	66.08

资料来源：Wind

相关研报

张弛有度、稳字当先——泸州老窖 (000568.SZ) 2019 年年报及 2020 年一季报点评

.....2020-04-28

国窖 1573 完成回款目标，业绩符合预期——泸州老窖 (000568.SZ) 2019 年三季报点评

.....2019-10-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,055	15,817	16,980	19,813	22,587
营业成本	2,934	3,065	2,583	2,649	2,590
折旧和摊销	164	167	182	270	335
税金及附加	1,606	1,976	2,122	2,477	2,778
销售费用	3,393	4,186	4,500	5,251	5,940
管理费用	722	829	883	1,010	1,129
研发费用	62	72	77	90	102
财务费用	-215	-205	-200	-195	-185
投资收益	98	155	100	100	100
营业利润	4,677	6,119	7,173	8,703	10,415
利润总额	4,659	6,104	7,153	8,688	10,404
所得税	1,148	1,462	1,717	2,042	2,393
净利润	3,510	4,642	5,437	6,646	8,011
少数股东损益	25	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,486	4,642	5,436	6,646	8,010
EPS(按最新股本计)	2.38	3.17	3.71	4.54	5.47

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,298	4,842	6,555	7,684	8,913
净利润	3,486	4,642	5,436	6,646	8,010
折旧摊销	164	167	182	270	335
净营运资金增加	856	718	15	634	810
其他	-208	-686	922	134	-242
投资活动产生现金流	-1,465	-4,551	-858	-475	-450
净资本支出	-1,468	-4,572	-950	-550	-550
长期投资变化	2,091	2,231	0	0	0
其他资产变化	-2,088	-2,209	92	75	100
融资活动现金流	-1,917	93	-2,029	-2,523	-3,138
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	2,491	100	0	0
无息负债变化	1,038	1,394	-153	1,086	739
净现金流	917	386	3,668	4,685	5,325

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	77.5%	80.6%	84.8%	86.6%	88.5%
EBITDA 率	34.7%	37.3%	41.5%	43.7%	46.3%
EBIT 率	33.4%	36.2%	40.4%	42.4%	44.8%
税前净利润率	35.7%	38.6%	42.1%	43.8%	46.1%
归母净利润率	26.7%	29.3%	32.0%	33.5%	35.5%
ROA	15.5%	16.1%	17.0%	18.0%	18.9%
ROE (摊薄)	20.5%	23.9%	24.1%	25.1%	25.7%
经营性 ROIC	24.9%	22.7%	26.9%	31.6%	36.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	24%	32%	29%	28%	26%
流动比率	2.86	2.40	2.83	3.04	3.38
速动比率	2.26	1.87	2.39	2.66	3.05
归母权益/有息债务	-	7.79	8.69	10.21	12.01
有形资产/有息债务	-	11.21	12.10	14.02	16.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	22,605	28,920	31,975	36,989	42,415
货币资金	9,367	9,754	13,421	18,107	23,432
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	10	18	25	30	34
应收票据	2,388	0	0	0	0
其他应收款(合计)	167	160	0	0	0
存货	3,230	3,641	2,970	2,994	2,874
其他流动资产	194	2,589	2,589	2,589	2,589
流动资产合计	15,494	16,314	19,217	23,922	29,133
其他权益工具	0	352	352	352	352
长期股权投资	2,091	2,231	2,231	2,231	2,231
固定资产	1,029	1,517	2,672	3,248	3,721
在建工程	3,000	7,257	6,595	6,160	5,814
无形资产	232	332	573	611	648
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	45	238	238	238	238
非流动资产合计	7,110	12,606	12,757	13,066	13,283
总负债	5,481	9,365	9,312	10,399	11,138
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,292	1,869	1,601	1,722	1,735
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,604	2,244	2,547	3,170	3,614
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	5,415	6,787	6,795	7,882	8,621
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	2,491	2,491	2,491	2,491
其他非流动负债	21	24	24	24	24
非流动负债合计	65	2,578	2,517	2,517	2,517
股东权益	17,124	19,555	22,662	26,590	31,278
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
公积金	5,181	5,188	5,188	5,188	5,188
未分配利润	10,182	12,560	15,667	19,595	24,282
归属母公司权益	16,965	19,407	22,514	26,442	31,129
少数股东权益	160	148	148	148	149

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	25.99%	26.47%	26.50%	26.50%	26.30%
管理费用率	5.53%	5.24%	5.20%	5.10%	5.00%
财务费用率	-1.65%	-1.30%	-1.18%	-0.98%	-0.82%
研发费用率	0.48%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
所得税率	25%	24%	24%	24%	23%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	1.55	1.59	1.86	2.27	2.73
每股经营现金流	2.93	3.31	4.47	5.25	6.09
每股净资产	11.58	13.25	15.37	18.05	21.25
每股销售收入	8.91	10.80	11.59	13.53	15.42

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	60	45	38	31	26
PB	12.3	10.8	9.3	7.9	6.7
EV/EBITDA	45.3	35.4	29.2	23.4	19.1
股息率	1.1%	1.1%	1.3%	1.6%	1.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼