

泸州老窖 (000568)

证券研究报告

2020年08月29日

高端白酒表现佳，渠道控货提价稳步实行

事件：公司发布 2020 半年报，2020 上半年公司实现收入 76.34 亿元，同比减少 4.72%，实现归母净利润 32.2 亿元，同比增长 17.12%，其中 2020Q2 实现收入 40.82 亿元，同比增长 6.2%，实现归母净利润 15.13 亿元，同比增长 22.51%。Q2 增长环比好转明显。

高端白酒增长贡献主要收入，渠道控货提价稳步实行。分产品价位来看，高端酒上半年实现收入 47.46 亿元，占比 62.16%，同比增长 10.03%，中端酒实现收入 19.12 亿元，占比 25.04%，同比下降 14.03%，低端酒实现收入 9.09 亿元，占比 11.90%，同比下降 34.37%，高端酒占比提升 8.33pct，贡献主要收入增长。我们认为，一方面疫情以来，高端白酒需求相对刚性，另一方面公司控量保价，从“控货”到“停货”到“提价”有条不紊，站稳高端白酒阵营，目前国窖 1573 批价 850 元，9 月 10 日起，出厂价上调 40 元/瓶，双节价格有支撑。

产品升级费用下降盈利能力提升，渠道多维创新。2020H1 公司实现毛利率 81.84%，同比提升 2.14pct，主要是由于高端产品占比提升及高端酒毛利率上涨所致，高端酒毛利率 91.85%，同比提升 0.23pct。2020H1 公司实现净利率 42.24%，同比提升 7.55pct，除毛利率上涨外，主要是税金与销售费用率下降所致，税金比率 8.9%，同比下降 3.92pct，销售费用率 14.56%，同比下降 4.64pct，上半年疫情影响，广告及市场投入同比减少，但投入方式更加多元和有效。线下渠道方面，划分四大战区，河南启动战区制，充分发挥经销商的主观能动性；线上渠道方面，创新开展封藏大典“云封藏”“云上大师课堂”等直播活动，利用网络直播平台、电商平台进行品牌宣传，高端白酒阵营品牌是核心竞争力。

1573 站稳高端、特典打开中低端市场，向上向下游游刃有余。泸州老窖漫长的沉浮历程沉淀下了优质的产品生产工艺与良好的品牌力，2015 年的新管理层即是补全了“人和”的优势，产品与渠道运营思路逐步清晰。泸州老窖利用中档酒核心产品特曲放量打开中档酒市场，充分激活泸州老窖老品牌势能实行“品牌复兴”计划，“向下”实力不容小觑。

投资建议：预计 2020-2022 年实现营收 174、211、256 亿元，同比增长 10%/21%/21%，实现归母净利润 53、73、90 亿元，同比增长 15%/36%/23%。预计 2020-2022 年 EPS 为 3.63、4.95、6.11 元，维持“买入”评级。

风险提示：高端酒销售、渠道扩展不顺利，产能扩张延迟，渠道政策失误。

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	142.48 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,464.75
流通 A 股股本(百万股)	1,460.14
A 股总市值(百万元)	208,697.93
流通 A 股市值(百万元)	208,040.73
每股净资产(元)	13.86
资产负债率(%)	35.62
一年内最高/最低(元)	142.50/64.88

作者

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《泸州老窖-公司点评:量价掌控游刃有余，控盘分利渐入佳境》2020-07-28
- 《泸州老窖-公司深度研究:竞争优势得天独厚，优秀治理结构重塑品牌往日辉煌》2020-05-26
- 《泸州老窖-季报点评:高档酒放量助推业绩高增，提价效应逐渐显现》2020-04-29

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,055.47	15,816.93	17,408.28	21,103.63	25,588.28
增长率(%)	25.60	21.15	10.06	21.23	21.25
EBITDA(百万元)	4,664.54	6,082.68	7,188.93	8,724.05	10,765.73
净利润(百万元)	3,485.64	4,641.99	5,318.26	7,254.07	8,954.69
增长率(%)	36.27	33.17	14.57	36.40	23.44
EPS(元/股)	2.38	3.17	3.63	4.95	6.11
市盈率(P/E)	59.87	44.96	39.24	28.77	23.31
市净率(P/B)	12.30	10.75	9.74	8.58	7.42
市销率(P/S)	15.99	13.19	11.99	9.89	8.16
EV/EBITDA	10.63	19.50	28.25	22.43	17.93

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,367.39	9,753.67	5,693.25	13,351.10	16,392.59	营业收入	13,055.47	15,816.93	17,408.28	21,103.63	25,588.28
应收票据及应收账款	2,398.66	18.29	5,534.19	2,393.08	3,410.17	营业成本	2,934.00	3,065.42	3,046.11	3,482.43	3,887.24
预付账款	137.24	151.82	160.67	200.44	189.03	营业税金及附加	1,605.84	1,975.86	2,183.93	2,626.52	3,197.10
存货	3,230.42	3,641.24	2,570.34	4,789.49	3,195.02	营业费用	3,392.72	4,186.10	4,311.69	5,518.96	6,898.70
其他	360.76	2,748.72	1,350.65	1,433.94	2,093.47	管理费用	722.45	828.95	845.52	972.35	1,069.59
流动资产合计	15,494.47	16,313.74	15,309.10	22,168.06	25,280.29	研发费用	62.17	71.64	174.08	211.04	255.88
长期股权投资	2,091.10	2,230.72	2,230.72	2,230.72	2,230.72	财务费用	(215.07)	(205.08)	(146.46)	(168.38)	(183.75)
固定资产	1,029.67	1,518.87	4,247.99	5,748.93	6,499.95	资产减值损失	(2.04)	0.00	(0.53)	(0.85)	(0.46)
在建工程	3,000.49	7,257.39	4,390.44	2,682.26	1,639.36	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	231.97	332.23	318.96	305.68	292.40	投资净收益	97.99	154.71	130.34	130.34	130.34
其他	757.23	1,267.02	919.96	981.63	1,056.10	其他	(219.59)	(379.96)	(260.68)	(260.68)	(260.68)
非流动资产合计	7,110.46	12,606.23	12,108.07	11,949.21	11,718.52	营业利润	4,676.98	6,119.29	7,124.28	8,591.91	10,594.31
资产总计	22,604.93	28,919.97	27,417.17	34,117.27	36,998.81	营业外收入	31.23	44.31	33.81	36.45	38.19
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	49.53	59.79	43.23	50.85	51.29
应付票据及应付账款	1,292.05	1,868.62	308.40	2,522.34	793.00	利润总额	4,658.69	6,103.82	7,114.86	8,577.51	10,581.21
其他	4,123.43	4,918.45	4,596.83	5,851.37	6,259.62	所得税	1,148.22	1,461.58	1,753.59	1,286.63	1,587.18
流动负债合计	5,415.48	6,787.08	4,905.24	8,373.71	7,052.62	净利润	3,510.47	4,642.24	5,361.27	7,290.88	8,994.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	24.82	0.25	43.01	36.81	39.34
应付债券	0.00	2,490.88	830.29	1,107.06	1,476.08	归属于母公司净利润	3,485.64	4,641.99	5,318.26	7,254.07	8,954.69
其他	65.23	87.28	76.15	76.22	79.88	每股收益(元)	2.38	3.17	3.63	4.95	6.11
非流动负债合计	65.23	2,578.16	906.44	1,183.28	1,555.96						
负债合计	5,480.72	9,365.24	5,811.68	9,556.99	8,608.58						
少数股东权益	159.54	147.89	188.74	224.94	263.41	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	1,464.75	1,464.75	1,464.75	1,464.75	1,464.75	成长能力					
资本公积	3,716.68	3,722.78	3,922.24	3,881.21	3,842.07	营业收入	25.60%	21.15%	10.06%	21.23%	21.25%
留存收益	15,363.33	17,747.28	19,951.99	22,870.59	26,662.07	营业利润	36.43%	30.84%	16.42%	20.60%	23.31%
其他	(3,580.08)	(3,527.96)	(3,922.24)	(3,881.21)	(3,842.07)	归属于母公司净利润	36.27%	33.17%	14.57%	36.40%	23.44%
股东权益合计	17,124.21	19,554.73	21,605.49	24,560.28	28,390.23	获利能力					
负债和股东权益总	22,604.93	28,919.97	27,417.17	34,117.27	36,998.81	毛利率	77.53%	80.62%	82.50%	83.50%	84.81%
						净利率	26.70%	29.35%	30.55%	34.37%	35.00%
						ROE	20.55%	23.92%	24.83%	29.81%	31.84%
						ROIC	54.86%	64.26%	47.69%	45.25%	78.07%
						偿债能力					
						资产负债率	24.25%	32.38%	21.20%	28.01%	23.27%
						净负债率	-54.70%	-37.14%	-22.51%	-49.85%	-52.54%
						流动比率	2.86	2.40	3.12	2.65	3.58
						速动比率	2.26	1.87	2.60	2.08	3.13
						营运能力					
						应收账款周转率	5.33	13.09	6.27	5.32	8.82
						存货周转率	4.32	4.60	5.61	5.73	6.41
						总资产周转率	0.62	0.61	0.62	0.69	0.72
						每股指标(元)					
						每股收益	2.38	3.17	3.63	4.95	6.11
						每股经营现金流	2.93	3.31	0.61	7.82	5.14
						每股净资产	11.58	13.25	14.62	16.61	19.20
						估值比率					
						市盈率	59.87	44.96	39.24	28.77	23.31
						市净率	12.30	10.75	9.74	8.58	7.42
						EV/EBITDA	10.63	19.50	28.25	22.43	17.93
						EV/EBIT	11.02	20.05	29.11	23.23	18.54

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,510.47	4,642.24	5,318.26	7,254.07	8,954.69
折旧摊销	164.05	167.39	211.11	300.52	355.16
财务费用	63.97	137.68	(146.46)	(168.38)	(183.75)
投资损失	(97.99)	(154.71)	(130.34)	(130.34)	(130.34)
营运资金变动	1,258.70	(2,787.08)	(4,402.23)	4,164.74	(1,501.77)
其它	(601.28)	2,836.10	43.01	36.81	39.34
经营活动现金流	4,297.92	4,841.62	893.35	11,457.43	7,533.34
资本支出	1,774.89	5,131.31	71.13	79.93	46.34
长期投资	266.21	139.62	0.00	0.00	0.00
其他	(3,506.52)	(9,821.62)	(200.25)	11.45	73.13
投资活动现金流	(1,465.42)	(4,550.70)	(129.12)	91.38	119.47
债权融资	0.00	2,490.88	830.29	1,107.06	1,476.08
股权融资	375.99	291.81	173.51	149.74	167.02
其他	(2,292.65)	(2,689.26)	(5,828.44)	(5,147.75)	(6,254.41)
筹资活动现金流	(1,916.67)	93.44	(4,824.64)	(3,890.95)	(4,611.32)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	915.83	384.36	(4,060.42)	7,657.85	3,041.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com