泸州老窖（000568）

公司研究/点评报告

高端恢复明显，经营效率改善打开盈利空间

——泸州老窖（000568）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 8 月 28 日

一、事件概述

8 月 27 日公司发布 2020 年半年报，20H1 实现营业收入 76.34 亿元，同比-4.72%；实现归属上市公司净利润 32.3 亿元，同比+17.12%；基本 EPS 为 2.2 元。20Q2 实现营业收入 40.82 亿元，同比+6.2%；实现归属上市公司净利润 15.13 亿元，同比+22.51%。

二、分析与判断

➢ Q2 营收止跌回升，国窖发力支撑公司增长

20Q2 单季度公司营收同比+6.2%，营收增速环比+20.99ppt，合同负债环比减少 3808 万元，销售商品收到的现金为 35.73 亿元，同比-10.55%，环比+57.77%，公司自疫情发生以来积极应对，主动减少产品配额以帮助经销商减少库存压力，Q2 营收止跌回升反应出渠道库存已至低位，未来补库存需求叠加旺季动销需求，营收有望持续加速增长。

分产品来看，高端/中端/低端酒分别实现营收 42.46/19.12/9.09 亿元，分别同比+10.03%/-14.03%/-34.37%，其中高端酒营收占比较同期提高 8.33ppt 至 62.16%，国窖 1573 自 5 月恢复配额制后动销恢复良好，公司产品结构持续优化，彰显“浓香国酒”风采。**从毛利率角度看，**20H1 公司销售毛利率为 81.84%，同比+2.13ppt，主要原因是国窖占比提高带动产品结构优化。其中，高端酒毛利率为 91.86%，同比+0.25ppt，近期国窖提价效果尚未在报表端体现，预计未来提价叠加产品结构优化，毛利率仍具上升空间。

➢ 经营效率持续改善，盈利能力显著提升

20H1 公司期间费用率为 18.28%，同比-4.64ppt，20Q2 单季度公司期间费用率为 19.28%，同比-6.41ppt，整体经营效率持续改善。20H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.56%/4.72%/0.42%/-1.42%，分别同比-4.64ppt/+0.47ppt/+0.14ppt/-0.22ppt，主要原因是疫情影响宣传费用投放。20H1 税金及附加占应收比为 18.16%，同比-2.13ppt，主要原因是国窖占比提高带动公司消费税同比降低 33.84%。受经营效率提高叠加产品结构优化影响，20H1 公司归母净利同比增长 17.12%，归母净利率较同期提高 7.87ppt 至 42.18%。

➢ 国窖挺价效果显著，“双百亿”战略前景可期

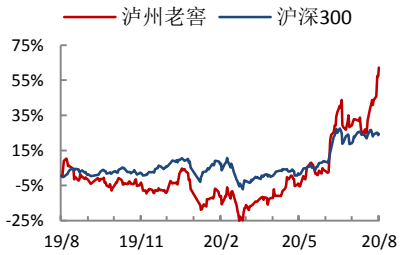
公司“双品牌”战略行至今日，手握国窖 1573 的高端酒入场券，以特曲为代表的的中档酒及其他产品进一步丰富产品结构。**国窖 1573 方面，**20H1 公司主动控货挺价，5 月渠道库存降至低位后陆续恢复打款，市场动销恢复良好，7 月下旬全国停供，8 月上旬宣布国窖配额需采取合格价格发票兑换方式执行，8 月 24 日宣布供货价提价 40 元/瓶，将大概率进一步推升国窖 1573 真实成交价盘；**老窖方面，**特曲近年在品牌复兴之路上价格优先，跳脱 200 元的地产中档酒主流价格带进而上攻 300 元价格带；特曲 60 版布局次高端，窖龄系列产品起到补充作用；**低端酒方面，**疫情不改头曲成为光瓶酒大单品的趋势。公司上半年中档产品受疫情拖累明显，预计未来伴随消费场景恢复公司将实现加速增长，在灵活高效的渠道模式加持下公司“双百亿”目标可期，未来具备广阔的发展前景。

推荐　维持评级

当前价格：　142. 48

交易数据	2020-8-27
近 12 个月最高/最低	142.48/65.68
总股本（百万股）	1464.75
流通股本（百万股）	1460.11
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	2086.98
流通市值（亿元）	2080.36

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

相关研究

1. 泸州老窖（000568）2019 年报及 2020 年一季报点评：2019 年高增如期兑现，配额取消拖累 20Q1 收入端表现
2. 泸州老窖（000568）2019 年三季报点评：业绩延续靓丽表现，持续聚焦品牌价值及渠道盈利

三、盈利预测与投资建议

预计 2020-2022 年公司营业收入为 176.5 亿元/209.7 亿元/241.8 亿元，同比分别+11.6%/18.8%/15.3%。实现归属上市公司净利润为 55.8 亿元/68.1 亿元/80.2 亿元，同比分别+20.2%/22.0%/17.8%，折合 EPS 分别为 3.81 元/4.65 元/5.48 元，对应 PE 分别为 37X/31X/26X。公司估值水平低于白酒板块 2020 年 44 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），维持“推荐”评级。

四、风险提示：

经济下滑拖累需求、业绩释放节奏不及预期、食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	15,817	17,652	20,970	24,179
增长率（%）	21.2%	11.6%	18.8%	15.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	4,642	5,581	6,809	8,023
增长率（%）	33.2%	20.2%	22.0%	17.8%
每股收益（元）	3.17	3.81	4.65	5.48
PE（现价）	44.9	37.4	30.6	26.0
PB	12.3	10.2	8.4	6.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	15,817	17,652	20,970	24,179
营业成本	3,065	3,442	4,131	4,787
营业税金及附加	1,976	2,188	2,610	3,003
销售费用	4,186	3,972	4,425	4,679
管理费用	829	951	1,114	1,294
研发费用	72	82	96	112
EBIT	5,689	7,017	8,594	10,304
财务费用	(205)	(224)	(212)	(144)
资产减值损失	0	(2)	(3)	(1)
投资收益	155	126	141	133
营业利润	6,119	7,417	9,010	10,636
营业外收支	(15)	(9)	(14)	(13)
利润总额	6,104	7,407	8,996	10,623
所得税	1,462	1,800	2,170	2,572
净利润	4,642	5,608	6,826	8,051
归属于母公司净利润	4,642	5,581	6,809	8,023
EBITDA	5,856	7,246	8,851	10,607

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	9754	8498	9611	12109
应收账款及票据	18	1632	981	1683
预付款项	152	166	202	232
存货	3641	3759	5306	5087
其他流动资产	195	195	195	195
流动资产合计	13920	14546	16493	19712
长期股权投资	2231	2357	2498	2631
固定资产	1519	1713	2055	2323
无形资产	332	369	429	474
非流动资产合计	12606	15946	19798	23158
资产合计	26526	30492	36291	42870
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1869	1807	2344	2615
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	6787	7238	8779	10003
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2578	2578	2578	2578
非流动负债合计	2578	2578	2578	2578
负债合计	9365	9816	11357	12581
股本	1465	1465	1465	1465
少数股东权益	148	174	191	219
股东权益合计	17161	20676	24934	30289
负债和股东权益合计	26526	30492	36291	42870

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	21.2%	11.6%	18.8%	15.3%
EBIT 增长率	31.1%	23.3%	22.5%	19.9%
净利润增长率	33.2%	20.2%	22.0%	17.8%
盈利能力				
毛利率	80.6%	80.5%	80.3%	80.2%
净利润率	29.3%	31.6%	32.5%	33.2%
总资产收益率 ROA	17.5%	18.3%	18.8%	18.7%
净资产收益率 ROE	27.3%	27.2%	27.5%	26.7%
偿债能力				
流动比率	2.1	2.0	1.9	2.0
速动比率	1.5	1.5	1.3	1.5
现金比率	1.4	1.2	1.1	1.2
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	403.5	387.1	395.3	391.2
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）				
每股收益	3.2	3.8	4.6	5.5
每股净资产	11.6	14.0	16.9	20.5
每股经营现金流	3.3	2.9	5.2	6.0
每股股利	1.6	1.7	1.8	1.8
估值分析				
PE	44.9	37.4	30.6	26.0
PB	12.3	10.2	8.4	6.9
EV/EBITDA	34.0	27.7	22.5	18.6
股息收益率	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,642	5,608	6,826	8,051
折旧和摊销	167	227	253	302
营运资金变动	311	(1,429)	711	502
经营活动现金流	4,841	4,289	7,664	8,735
资本开支	4,572	3,099	3,983	3,542
投资	(8)	0	0	0
投资活动现金流	(4,551)	(3,099)	(3,983)	(3,542)
股权募资	4	0	0	0
债务募资	2,490	0	0	0
筹资活动现金流	93	(2,445)	(2,568)	(2,696)
现金净流量	384	(1,255)	1,113	2,497

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。