

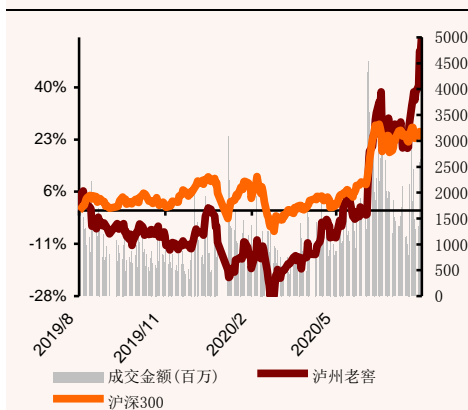
首席分析师：薛玉虎
 执业证书编号：S1220514070004
 E-mail: xueyuhu@foundersec.com
 分析师：刘洁铭
 执业证书编号：S1220515070003
 E-mail: liujieming@foundersec.com

联系人：李梦鹏

TEL:

E-mail: limengxian@foundersec.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

- 《净利创历史新高，一季度面对疫情主动调整》2020.04.29
- 《增长趋势延续，国窖开启新百亿征程》2019.10.30
- 《中报符合预期，经营趋势继续向好》2019.08.28

请务必阅读最后特别声明与免责条款

国窖表现亮眼，

费用和税金下降致 Q2 利润超预期

泸州老窖 (000568)

公司研究

食品饮料行业

公司财报点评

2020.08.27/强烈推荐(维持)

1、事件：公司披露 2020 年中报，2020H1 营业收入 76.34 亿元，-4.7%。归母净利润 32.2 亿元，+17.1%。扣非归母净利润 32.34 亿元，+18.6%。

2、国窖表现亮眼，上半年实现双位数增长：上半年公司高端酒（国窖系列）收入同比+10%至 47.5 亿元，而中档/低档酒收入分别下滑 14%/34%，高端酒占比 62%，同比提升 8.3pct。国窖 6 月底销售恢复到同期 90%左右，价格坚挺，库存持续消化，动销以及订单情况较好，给厂商的市场政策留足空间。6 月以来，公司控货提价措施不断，6 月底下发西南地区停货并上调零售价和团购价，河南地区上调结算价。7 月全国范围停货。8 月国窖全国范围内结算价上调 40 元/瓶。3 月至今国窖批价由 780 元提高至 860 元左右。长期看，高端持续扩容以及茅台与五泸价差持续拉大，国窖量价均有进一步提升空间。

3、中档酒受疫情影响下滑，特曲品牌价值持续恢复。中档特曲窖龄同比-14.0%至 19.1 亿元，毛利率同比-2%至 80%，低档酒同比-34%至 9.1 亿元。总体来看，二季度公司主要以去库存、做动销为主，中档酒压力较大，随着疫情影响减弱，Q3 有望环比改善。今年以来特曲终端价持续提升至 300 元左右，体现其强大的品牌积淀。但价格与其品质和历史定位仍有差距，公司将继续推进特曲品牌价值的恢复，推动价格与老名酒的品牌价值匹配。

4、利润增速超预期，主要系销售费用率和税金率下降。2020Q2 公司收入 40.82 亿元，+6.2%。归母净利润 15.13 亿元，+22.5%。业绩增速快于收入主要系销售费用率和税金率下降。2020Q2 公司销售费用率 15.3%，同比下降 6.3pct。主要系 1) 疫情期间减少广宣和市场拓展费用投入，上半年同比下降 30%。2) 新收入准则调整运输费至成本项核算。公司 Q2 毛销差同比提升

3.5pct 至 62.1%。税金及附加比率 11.5%，同比下降 2.7%，主要系消费税下降，消费税在生产环节缴纳，疫情下企业生产受到影响，但随销售逐渐恢复，库存不断被消化，故税金及附加下降。预计后续随着复工复产恢复正常，税金比例也会恢复常态。预收款方面，2020H1 合同负债+其他流动负债 6.6 亿元，环比 Q1 下降 0.5 亿元。现金流方面，2020Q2 销售回款 35.72 亿元，-10.5%，经营净现金流 10.45 亿元，-8.8%。现金流下滑主要系疫情增加了渠道库存压力，公司降低了二季度打款要求，缓解经销商资金压力。

5、短期来看，疫情冲击不改行业发展的大趋势，高端酒市场仍在稳步扩容，公司将持续享受扩容红利。随着茅台批价持续上涨至 2700 元左右，五泸在千元价格带性价比凸显，也有较大的量价操作空间。因疫情发展仍存在较大不确定性，公司并未对

今年的经营目标给出具体的量化标准，但表示会积极应对经营环境变化，展现出较为务实的态度。疫情影响下，中小企业经营压力增大，行业将加速向名优酒企集中。公司经过前几年高速增长，动销节奏和消费者品牌认知也在持续提升，预计接下来公司将继续紧跟竞品，逐步提高国窖价格，并持续对河南，长三角等地市场的开拓，公司在后续景气回升中将具备较大弹性。

6、盈利预测与评级：预计 20-22 年 EPS 为 3.52/4.17/4.89 元，对应 PE40/34/29 倍，维持“强烈推荐”评级。

7、风险提示：1) 新冠疫情持续时间和猛烈程度超预期；2) 行业竞争加剧，费用继续大幅增加影响利润；3) 宏观经济大幅波动影响行业需求；4) 提价效果不达预期。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	15816.93	16824.47	19376.75	22155.37
(+/-) (%)	21.15	6.37	15.17	14.34
净利润	4641.99	5154.51	6102.21	7166.46
(+/-) (%)	33.17	11.04	18.39	17.44
EPS(元)	3.17	3.52	4.17	4.89
P/E	44.96	40.49	34.20	29.12

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16313.74	18542.32	22342.61	27112.12	营业总收入	15816.93	16824.47	19376.75	22155.37
现金	9753.67	10520.82	14056.95	18398.94	营业成本	3065.42	3196.65	3487.81	3766.41
应收账款	18.29	12.98	15.48	17.84	营业税金及附加	1975.86	2069.41	2395.75	2739.30
其它应收款	159.75	226.34	243.34	276.03	营业费用	4186.10	4037.87	4650.42	5317.29
预付账款	151.82	165.13	174.85	190.35	管理费用	828.95	904.83	1007.59	1107.77
存货	3641.24	3326.34	3690.26	3992.87	财务费用	-205.08	0.00	0.00	0.00
其他	2588.97	4290.71	4161.73	4236.07	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	12606.23	15602.90	18878.57	22276.78	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2583.12	2718.92	2868.92	3028.92	投资净收益	154.71	135.81	150.00	160.00
固定资产	8776.26	11601.60	14684.02	17876.53	营业利润	6119.29	6798.77	8040.51	9446.04
无形资产	333.16	368.69	411.94	457.64	营业外收入	44.31	0.00	0.00	0.00
其他	913.69	913.69	913.69	913.69	营业外支出	59.79	0.00	0.00	0.00
资产总计	28919.97	34145.22	41221.18	49388.90	利润总额	6103.82	6798.77	8040.51	9446.04
流动负债	6787.08	6841.55	7802.34	8785.90	所得税	1461.58	1627.99	1925.33	2261.89
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	4642.24	5170.78	6115.18	7184.15
应付账款	1868.62	1287.17	1491.97	1630.29	少数股东损益	0.25	16.27	12.97	17.69
其他	4918.45	5554.39	6310.36	7155.61	归属母公司净利润	4641.99	5154.51	6102.21	7166.46
非流动负债	2578.16	2578.16	2578.16	2578.16	EBITDA	5856.36	6843.92	8092.13	9515.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	3.17	3.52	4.17	4.89
其他	2578.16	2578.16	2578.16	2578.16					
负债合计	9365.24	9419.71	10380.49	11364.06	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	147.89	164.15	177.12	194.81	成长能力				
股本	1464.75	1464.75	1464.75	1464.75	营业收入	0.21	0.06	0.15	0.14
资本公积	3722.78	3722.78	3722.78	3722.78	营业利润	0.31	0.11	0.18	0.17
留存收益	14024.50	19179.01	25281.23	32447.69	归属母公司净利润	0.33	0.11	0.18	0.17
归属母公司股东权益	19406.85	24561.36	30663.57	37830.04	获利能力				
负债和股东权益	28919.97	34145.22	41221.18	49388.90	毛利率	0.81	0.81	0.82	0.83
					净利率	0.29	0.31	0.31	0.32
					ROE	0.24	0.21	0.20	0.19
					ROIC	0.44	0.36	0.36	0.37
					偿债能力				
					资产负债率	0.32	0.28	0.25	0.23
					净负债比率	0.13	0.10	0.08	0.07
					流动比率	2.40	2.71	2.86	3.09
					速动比率	1.87	2.22	2.39	2.63
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.53	0.51	0.49
					应收账款周转率	1105.01	1075.97	1361.87	1329.93
					应付账款周转率	10.01	10.66	13.94	14.19
					每股指标(元)				
					每股收益	3.17	3.52	4.17	4.89
					每股经营现金	3.31	2.63	4.72	5.37
					每股净资产	13.25	16.77	20.93	25.83
					估值比率				
					P/E	44.96	40.49	34.20	29.12
					P/B	6.23	8.50	6.81	5.52
					EV/EBITDA	19.39	-1.17	-1.43	-1.67

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本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或期权并进行证券或期权交易, 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。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com