业绩略超预期，国窖蓄势发力

——泸州老窖 2020 年半年报点评

公司点评

● 业绩略超预期，渠道恢复至同期 80%以上

2020H1 营收 76.34 亿（-4.72%），归母净利润 32.20 亿（+17.12%），扣非净利润 32.34 亿（+18.56%）。其中 2020Q2 营收 40.82 亿（+6.20%），归母净利润 15.13 亿（+22.51%），2020Q2 收入和利润环比加速增长，业绩符合预期。2020H1 毛利率为 81.84%（+2.14pct），其中 2020Q2 毛利率为 77.47%（-2.83pct），系会计准则调整（将运输费用从销售费用调至营业成本）等所致。2020H1 净利率提升 7.55pct 至 42.24%，其中 2020Q2 净利率为 36.70%（+4.82pct），系毛利率下降叠加销售费用率（广告宣传及市场拓展费用减少）下降 6.33pct 等所致。2020H1 经营性现金流金额 7.29 亿（-57.30%），其中 2020Q2 为 10.45 亿（-8.81%），系销售商品及提供劳务收现下降所致。2020H1 合同负债期末为 5.88 亿，环比下降 16.56 亿，同比下降 8.04 亿，系疫情影响下公司主动控货挺价所致；当前渠道库存良性，已恢复至同期 80%以上，为中秋国庆发力奠定基础。

● 国窖保持稳健增长态势，控货挺价提价拉升批价

分产品来看，2020H1 高端酒营收同增 10%至 47.46 亿，占比超 62%（+8.33pct），预计 Q2 国窖个位数增长，保持稳健增长态势；2020H1 中端酒营收下滑 14%至 19.11 亿，占比超 25%（-2.71pct），预计 Q2 特曲仍下滑、窖龄正增长，系部分消费场景受限所致；2020H1 低端酒营收下滑 34%至 9.09 亿，占比近 12%（-5.38pct）。6 月以来公司多次发布对国窖 1573 的控货挺价政策，批价已从 2020Q1 的 800 元左右提升至 850 元左右，终端价已站稳 900 元价位。此外，公司自 9 月 10 日起，52 度国窖 1573 经典装结算价上调 40 元/瓶，38 度国窖 1573 经典装结算价上调 30 元/瓶。

● 发力中秋国庆，下半年有望两位数增长

当前渠道库存较低，经销商打款积极。随着中秋国庆来临，商务活动和宴席有望恢复正常，下半年有望实现两位数增长。整体来看，高端酒寡头格局基本确定，茅五国占高端酒份额超 95%。长期来看，国窖已确立在高端市场的一席之地。公司核心优势在于管理层对市场操盘把控能力强，显著强于行业平均水平的自我纠偏与迭代能力，预计 2020-2022 年 EPS 为 3.63/4.46/5.56 元，当前股价对应 PE 分别为 39/32/26 倍，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：疫情拖累白酒消费；国窖增长不及预期；省外扩张不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,055	15,817	17,490	20,148	23,858
增长率(%)	25.6	21.2	10.6	15.2	18.4
净利润(百万元)	3,486	4,642	5,321	6,529	8,146
增长率(%)	36.3	33.2	14.6	22.7	24.8
毛利率(%)	77.5	80.6	82.2	83.9	85.6
净利率(%)	26.7	29.3	30.4	32.4	34.1
ROE(%)	20.5	23.7	23.7	24.1	24.6
EPS(摊薄/元)	2.38	3.17	3.63	4.46	5.56
P/E(倍)	59.9	45.0	39.2	32.0	25.6
P/B(倍)	12.3	10.8	9.3	7.7	6.3

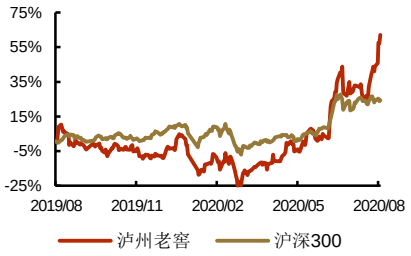
强烈推荐（维持评级）

孙山山（分析师）
sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

王言海（分析师）
wangyanhai@xsdzq.cn
证书编号：S0280520080003

市场数据	时间 2020.08.27
收盘价(元):	142.48
一年最低/最高(元):	64.88/142.5
总股本(亿股):	14.65
总市值(亿元):	2,086.98
流通股本(亿股):	14.6
流通市值(亿元):	2,080.36
近 3 月换手率:	76.18%

股价一年走势



相关报告

《国窖进入后百亿时代，理性务实前行》2020-04-28

《百亿国窖量价齐升，期待品牌复兴，双轮驱动》2019-10-31

《高端品牌势能释放，驱动业绩高增》2019-08-29

《2018 营收创新高，火力全开，冲锋 2019》2019-04-26

《浓香鼻祖，双轮驱动，国窖增长稳健，特曲、窖龄趋势向上》2018-07-23

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**15494**	**16314**	**15155**	**22542**	**24121**
现金	9367	9754	6211	16885	13679
应收票据及应收账款合计	2399	18	5151	237	5598
其他应收款	167	160	416	187	473
预付账款	137	152	250	215	313
存货	3230	3641	2374	4115	2949
其他流动资产	194	2589	752	902	1109
非流动资产	**7110**	**12606**	**12809**	**13613**	**14688**
长期投资	2091	2231	2532	2832	3150
固定资产	1030	1519	2978	4162	5176
无形资产	232	332	336	344	357
其他非流动资产	3758	8524	6963	6275	6005
资产总计	**22605**	**28920**	**27964**	**36155**	**38809**
流动负债	**5415**	**6787**	**3332**	**7398**	**4433**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1292	1869	0	1864	314
其他流动负债	4123	4918	3332	5534	4119
非流动负债	**65**	**2578**	**2058**	**1588**	**1128**
长期借款	0	2491	1986	1513	1054
其他非流动负债	65	87	71	75	75
负债合计	**5481**	**9365**	**5389**	**8986**	**5561**
少数股东权益	160	148	176	201	230
股本	1465	1465	1465	1465	1465
资本公积	3717	3723	3723	3723	3723
留存收益	11647	14024	16232	19054	22618
归属母公司股东权益	16965	19407	22399	26969	33017
负债和股东权益	**22605**	**28920**	**27964**	**36155**	**38809**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	1144	**1296**	**1131**	**1795**	**1550**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**4298**	**4842**	**-799**	**13896**	**458**
净利润	3510	4642	5349	6553	8175
折旧摊销	164	167	275	461	642
财务费用	-215	-205	-138	-288	-422
投资损失	-98	-155	-133	-134	-137
营运资金变动	671	311	-6337	7347	-7762
其他经营现金流	266	80	185	-44	-39
投资活动现金流	**-1465**	**-4551**	**-539**	**-1087**	**-1542**
资本支出	1468	4605	317	459	714
长期投资	-17	-8	-302	-297	-318
其他投资现金流	-14	47	-523	-925	-1145
筹资活动现金流	**-1917**	**93**	**-2205**	**-2134**	**-2123**
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	2491	-504	-474	-459
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	173	6	0	0	0
其他筹资现金流	-2090	-2404	-1701	-1661	-1664
现金净增加额	**917**	**386**	**-3543**	**10675**	**-3207**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**13055**	**15817**	**17490**	**20148**	**23858**
营业成本	2934	3065	3106	3242	3439
营业税金及附加	1606	1976	2169	2478	2911
营业费用	3393	4186	4547	5218	6155
管理费用	722	829	875	987	1145
研发费用	62	72	67	85	99
财务费用	-215	-205	-138	-288	-422
资产减值损失	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	24	44	24	30	30
投资净收益	98	155	133	134	137
营业利润	**4677**	**6119**	**7033**	**8604**	**10715**
营业外收入	31	44	37	38	39
营业外支出	50	60	50	53	53
利润总额	**4659**	**6104**	**7020**	**8589**	**10701**
所得税	1148	1462	1671	2036	2525
净利润	**3510**	**4642**	**5349**	**6553**	**8175**
少数股东损益	25	0	28	25	30
归属母公司净利润	**3486**	**4642**	**5321**	**6529**	**8146**
EBITDA	4542	6143	7129	8761	10927
EPS（元）	2.38	3.17	3.63	4.46	5.56

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.6	21.2	10.6	15.2	18.4
营业利润(%)	36.4	30.8	14.9	22.3	24.5
归属于母公司净利润(%)	36.3	33.2	14.6	22.7	24.8
获利能力					
毛利率(%)	77.5	80.6	82.2	83.9	85.6
净利率(%)	26.7	29.3	30.4	32.4	34.1
ROE(%)	20.5	23.7	23.7	24.1	24.6
ROIC(%)	63.4	48.6	33.1	71.3	45.3
偿债能力					
资产负债率(%)	24.2	32.4	19.3	24.9	14.3
净负债比率(%)	-54.6	-37.0	-16.4	-54.6	-36.4
流动比率	2.9	2.4	4.5	3.0	5.4
速动比率	2.2	1.5	3.5	2.3	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.3	13.1	6.8	7.5	8.2
应付账款周转率	2.9	1.9	4.3	3.5	3.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.38	3.17	3.63	4.46	5.56
每股经营现金流(最新摊薄)	2.78	3.51	-0.55	9.49	0.31
每股净资产(最新摊薄)	11.58	13.25	15.29	18.41	22.54
估值比率					
P/E	59.9	45.0	39.2	32.0	25.6
P/B	12.3	10.8	9.3	7.7	6.3
EV/EBITDA	43.9	32.8	28.8	22.1	18.0

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017 年 9 月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

王言海，男，现任职于新时代证券，首席分析师，从事于食品饮料方向研究，从业证书编号为：S0280520080003。7 年酒类消费品专业咨询经验，2 年证券从业经验，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/