食品饮料 泸州老窖（000568.SZ） 维持评级

报告原因：中报点评 **业绩环比改善，高端白酒稳健增长** **买入**

2020 年 8 月 28 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 27 日

收盘价(元)：142.48

年内最高/最低（元）：142.50/64.07

流通 A 股/总股本（亿）： 14.60/14.65

流通 A 股市值（亿）：2080

总市值（亿）：2087

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：3.17

每股净资产(元)：13.25

净资产收益率：25.53%

分析师：和芳芳

执业登记编码： S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 8 月 27 日公司晚间发布半年度业绩报告称，2020 年上半年营业收入约为 76.34 亿元，同比下降 4.72%；归属于上市公司股东的净利润约为 32.20 亿元，同比增长 17.12%。

事件点评

- **Q2 业绩环比改善，高端占比提升明显。**公司 2020H1 实现营业收入 76.34 亿元，同比下降 4.72%，归母净利润 32.20 亿元，同比增长 17.12%。其中单 Q2 实现营收 40.82 亿元，同比增加 6.20%，归母净利润为 15.13 亿元，同比增长 22.51%，Q2 业绩环比改善。1）分产品来看，高端白酒占比提升明显。2020H1 高端酒实现营收 47.46 亿元，同比+10.03%，占比提升 8.33pct，中端酒营收 19.16 亿元，同比-14.03%，占比减少 2.71pct，低端酒营收 9.09 亿元，同比减少 34.37%，占比减少 5.38pct；2）分地区来看，国内实现营收 76.06 亿元，同比减少 4.24%，国外实现营收 0.29 亿元，同比减少 59.10%。主要系海外市场受疫情影响销售收入减少所致。
- **产品结构优化以及费用率下行，盈利能力不断提高。**2020H1 公司销售净利率为 42.24%，同比增加 7.55pct，盈利能力不断提高。具体来看：1）2020H1 销售毛利率 81.84%，同比增加 2.14pct，主要在于高端酒占比提升；2）2020H1 销售期间费用率为 18.28%，同比减少 4.25 个百分点，其中销售费用率为 14.56%，同比减少 4.64 个百分点，主要在于疫情期间营销活动减少，广告宣传费及市场拓展费用、运输和仓储费的减少；管理费用率为 5.14%，同比增加 0.61pct，财务费用率为-1.42%，同比减少 0.22pct。此外，经营活动产生的现金流量净额为 7.29 亿元，同比减少 57.30%。
- **国窖挺价效果明显，全年目标持续推进。**公司二季度主动对国窖 1573 进行控货挺价，自 5 月恢复配额制后动销恢复良好，同时，8 月 24 日宣布供货价提价 40 元/瓶，且随着中秋国庆旺季的到来，将大概率促国窖 1573 量价齐升。同时，随着下半年消费场景的恢复，中低端白酒有望加速恢复。此外，随着茅五的批价继续上行，打开了国窖 1573 的价格空间，公司“抓高端、稳中端”的核心策略继续引领公司品牌复兴。

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

投资建议

- 公司上半年业绩基本符合预期，随着下半年消费需求改善，业绩确定性高。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 52.77 亿、62.81 亿、73.93 亿，EPS 分别为 3.60 元、4.29 元、5.05 元，对应当前股价，PE 分别为 39 倍、33 倍、28 倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,314	17,161	21,341	26,237
现金	9,754	7,799	10,994	14,344
应收账款	132	236	222	255
其他应收款	114	222	203	233
预付账款	152	174	163	175
存货	3,641	3,536	3,667	3,803
其他流动资产	2,520	5,194	6,092	7,428
非流动资产	12,606	12,294	12,551	12,853
长期投资	2,231	2,049	2,124	2,134
固定资产	1,517	1,421	1,325	1,229
无形资产	332	310	289	270
其他非流动资产	8,526	8,515	8,814	9,220
资产总计	28,920	29,455	33,892	39,090
流动负债	6,787	6,578	7,624	8,750
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,869	1,411	1,840	2,178
其他流动负债	4,918	5,168	5,784	6,573
非流动负债	2,578	907	1,184	1,556
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2,578	907	1,184	1,556
负债合计	9,365	7,486	8,808	10,306
少数股东权益	148	191	222	255
股本	1,465	1,465	1,465	1,465
资本公积	3,723	3,723	3,723	3,723
留存收益	14,024	16,592	19,674	23,341
归属母公司股东权益	19,407	21,779	24,861	28,528
负债和股东权益	28,920	29,455	33,892	39,090

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,842	2,214	5,901	6,377
净利润	4,642	5,277	6,281	7,393
折旧摊销	167	118	117	115
财务费用	138	(132)	(141)	(190)
投资损失	(155)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	(2,850)	(2,942)	(238)	(823)
其他经营现金流	2,899	43	32	32
投资活动现金流	(4,551)	332	75	139
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(140)	182	(75)	(11)
其他投资现金流	(4,411)	150	150	150

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,817	17,082	19,884	22,946
营业成本	3,065	3,246	3,718	4,245
营业税金及附加	1,976	1,879	2,187	2,524
销售费用	4,186	4,271	4,872	5,507
管理费用	829	922	1,054	1,193
财务费用	(205)	(132)	(141)	(190)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	155	150	150	150
营业利润	6,119	7,046	8,344	9,817
营业外收入	44	30	30	30
营业外支出	60	30	12	12
利润总额	6,104	7,046	8,362	9,835
所得税	1,462	1,726	2,049	2,409
净利润	4,642	5,320	6,313	7,425
少数股东损益	0	43	32	32
归属母公司净利润	4,642	5,277	6,281	7,393
EBITDA	6,083	7,033	8,320	9,742
EPS（元）	3.17	3.60	4.29	5.05

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	21.15%	8.00%	16.40%	15.40%
营业利润	30.84%	15.15%	18.42%	17.65%
归属于母公司净利润	33.17%	13.68%	19.03%	17.69%
获利能力				
毛利率(%)	80.62%	81.00%	81.30%	81.50%
净利率(%)	29.35%	30.89%	31.59%	32.22%
ROE(%)	23.74%	24.21%	25.17%	25.80%
ROIC(%)	59.67%	44.62%	34.99%	39.95%
偿债能力				
资产负债率(%)	32.38%	25.41%	25.99%	26.37%
净负债比率(%)	-21.85%	-4.21%	-17.30%	-23.08%
流动比率	2.40	2.61	2.80	3.00
速动比率	1.87	2.07	2.32	2.56
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.59	0.63	0.63
应收账款周转率	1105.01	1056.61	1227.40	1131.59
应付账款周转率	10.01	10.42	12.23	11.42
每股指标（元）				

筹资活动现金流	93	(4,239)	(2,781)	(3,167)	每股收益(最新摊薄)	3.17	3.60	4.29	5.05
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.31	1.51	4.03	4.35
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	13.25	14.87	16.97	19.48
普通股增加	0	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	6	0	0	0	P/E	45.0	39.5	33.2	28.2
其他筹资现金流	87	(4,239)	(2,781)	(3,167)	P/B	10.8	9.6	8.4	7.3
现金净增加额	384	(1,693)	3,195	3,350	EV/EBITDA	19.61	29.10	24.29	20.46

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(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。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336