2020 年 08 月 27 日
公司研究●证券研究报告

泸州老窖（000568.SZ）

公司快报

营收逐季改善，高端酒正增长

事件：公司 20H1 实现营收 76.34 亿元，同比-4.72%；归母净利润 32.20 亿元，同比+17.12%。其中 Q2 实现营业收入 40.82 亿元，同比+6.20%，实现归母净利润 15.13 亿元，同比+22.51%。

投资要点

- **营收逐季改善，高端酒正增长。**上半年公司实现营收 76.34 亿元（-4.72%），其中酒类收入 75.66 亿元（-4.49%）。环比一季度来看，20Q1 收入实现 35.52 亿元（-14.79%），公司二季度实现营收 40.82 亿元（+6.20%），在一季度公司主动取消了 2 月和 3 月的国窖 1573 配额后，二季度动销和发货获得逐季恢复和改善，截至二季度末 1573 和特曲动销恢复比较理想。分产品来看，高端酒实现 47.46 亿元，同比+10.03%，维持正增长，中端酒类实现 19.12 亿元（-14.03%），低端酒类实现 9.09 亿元（-34.37%）。合同负债方面，公司截至二季度末是 5.88 亿，环比小幅下降 0.38 亿元。

- **1573 推动毛利率提升，净利率实现近十年新高。**公司总销售毛利率 81.84%，其中酒类毛利率实现 82.01%，同比增加 2.16 个 pct，主要系国窖 1573 销售的提升，其中高端酒的占比从 19H1 的 54.45%提升到 20H1 的 62.73%，高端酒毛利率从 91.61%小幅提升到 91.86%，收入占比和自身毛利率的提升推动酒类毛利率上行。上半年销售费用率 14.56%，同比下降 4.64 个 pct，推动整体的净利率从 34.69%提升到 42.24%，提升 7.55 个 pct。

- **1573 和特曲动销恢复正常，品牌复兴继续。**公司疫情期间全面取消配额，积极支持渠道，受疫情场景消失和发货暂缓的原因，Q1 销售收入下滑，高端酒因为避开了疫情的影响销售未受到明显的波动；从 4 月份开始疫情有所减缓，酒类的复苏尤其是中端酒的复苏开始逐渐有所恢复，公司的主动调整良好地消化了渠道库存，叠加提价相对同比去年的影响，公司二季度恢复增长，虽然未完全追回 Q1 损失，但国窖和特曲保持良性的库存，且动销都恢复正常，下半年在高端酒带动和中端酒场景逐渐恢复下将有希望实现全年业绩正增长。随着茅五的批价继续上行，打开了 1573 的价格空间，“抓高端、稳中端”的核心策略将引领公司在良性基础上继续实现品牌复兴和扩大优势。

- **投资建议：**我们预计公司 20-21 年的 EPS 为 3.69、4.47 元，当前股价对应 38.6 和 31.9X，维持买入-A 评级。

- **风险提示：**高档酒销售不及预期、渠道下沉低于预期

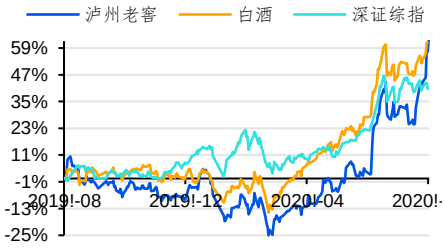
食品饮料 | 白酒 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-27)	142.48 元

交易数据

总市值（百万元）	208,697.93
流通市值（百万元）	208,035.80
总股本（百万股）	1,464.75
流通股本（百万股）	1,460.11
12 个月价格区间	64.88/142.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.76	46.37	23.23
绝对收益	23.42	71.43	66.08

分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

报告联系人 王颖洁
wangyingjie@huajinsc.cn
021-20377191

相关报告

泸州老窖：主动控货影响收入，蓄力良性发展 2020-04-30

泸州老窖：业绩高增，国窖 1573 迈入后百亿时代 2019-11-01

泸州老窖：国窖特曲发力，业绩亮眼 2019-09-01

泸州老窖：稳健中成长，2019 继续加速 2019-06-24

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,055	15,817	17,875	21,264	25,458
YoY(%)	25.6	21.2	13.0	19.0	19.7
净利润(百万元)	3,486	4,642	5,407	6,541	8,098
YoY(%)	36.3	33.2	16.5	21.0	23.8
毛利率(%)	77.5	80.6	81.4	82.9	84.2
EPS(摊薄/元)	2.38	3.17	3.69	4.47	5.53
ROE(%)	20.5	23.7	24.1	24.1	24.4
P/E(倍)	59.9	45.0	38.6	31.9	25.8
P/B(倍)	12.3	10.8	9.3	7.7	6.3
净利率(%)	26.7	29.3	30.2	30.8	31.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	15494	16314	18283	23126	27304
现金	9367	9754	8794	15201	16136
应收票据及应收账款	2399	18	2713	536	3354
预付账款	137	152	175	214	251
存货	3230	3641	3803	4357	4677
其他流动资产	361	2749	2798	2819	2884
非流动资产	7110	12606	13165	13983	14979
长期投资	2091	2231	2370	2510	2650
固定资产	1030	1519	3034	4325	5420
无形资产	232	332	336	344	357
其他非流动资产	3758	8524	7425	6804	6553
资产总计	22605	28920	31447	37109	42283
流动负债	5415	6787	6669	8164	7748
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1292	1869	1555	2198	1958
其他流动负债	4123	4918	5114	5966	5790
非流动负债	**65**	**2578**	**2097**	**1628**	**1168**
长期借款	0	2491	2010	1541	1081
其他非流动负债	65	87	87	87	87
负债合计	5481	9365	8767	9792	8916
少数股东权益	160	148	196	250	300
股本	1465	1465	1465	1465	1465
资本公积	3717	3723	3723	3723	3723
留存收益	11647	14024	15979	18434	21647
归属母公司股东权益	16965	19407	22485	27067	33067
负债和股东权益	22605	28920	31447	37109	42283

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4298	4842	1953	9760	4660
净利润	3510	4642	5455	6595	8147
折旧摊销	164	167	278	474	668
财务费用	-215	-205	-232	-358	-485
投资损失	-98	-155	0	0	0
营运资金变动	671	311	-3549	3049	-3670
其他经营现金流	266	80	0	0	0
投资活动现金流	-1465	-4551	-837	-1292	-1665
筹资活动现金流	-1917	93	-2076	-2062	-2060
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.38	3.17	3.69	4.47	5.53
每股经营现金流(最新摊薄)	2.93	3.31	1.33	6.66	3.18
每股净资产(最新摊薄)	11.58	13.25	15.35	18.48	22.58

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13055	15817	17875	21264	25458
营业成本	2934	3065	3321	3640	4030
营业税金及附加	1606	1976	2136	2636	3128
营业费用	3393	4186	4379	5422	6619
管理费用	722	829	983	1127	1298
研发费用	62	72	82	97	117
财务费用	-215	-205	-232	-358	-485
资产减值损失	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	98	155	0	0	0
营业利润	4677	6119	7204	8699	10751
营业外收入	31	44	36	34	36
营业外支出	50	60	45	44	50
利润总额	4659	6104	7195	8689	10738
所得税	1148	1462	1740	2094	2591
税后利润	3510	4642	5455	6595	8147
少数股东损益	25	0	48	54	49
归属母公司净利润	3486	4642	5407	6541	8098
EBITDA	4542	6143	7269	8862	10979

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.6	21.2	13.0	19.0	19.7
营业利润(%)	36.4	30.8	17.7	20.7	23.6
归属于母公司净利润(%)	36.3	33.2	16.5	21.0	23.8
获利能力					
毛利率(%)	77.5	80.6	81.4	82.9	84.2
净利率(%)	26.7	29.3	30.2	30.8	31.8
ROE(%)	20.5	23.7	24.1	24.1	24.4
ROIC(%)	19.4	20.7	21.2	21.8	22.5
偿债能力					
资产负债率(%)	24.2	32.4	27.9	26.4	21.1
流动比率	2.9	2.4	2.7	2.8	3.5
速动比率	2.2	1.5	1.8	2.0	2.6
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	13.1	13.1	13.1
应付账款周转率	2.9	1.9	1.9	1.9	1.9
估值比率					
P/E	59.9	45.0	38.6	31.9	25.8
P/B	12.3	10.8	9.3	7.7	6.3
EV/EBITDA	43.9	32.8	27.9	22.1	17.7

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn