泸州老窖（000568）

国窖稳健成长，品牌复兴可期

买入（维持）

2020 年 08 月 27 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	15,817	16,686	19,449	22,415
同比（%）	21.2%	5.5%	16.6%	15.3%
归母净利润（百万元）	4,642	5,224	6,415	7,590
同比（%）	33.2%	12.5%	22.8%	18.3%
每股收益（元/股）	3.17	3.57	4.38	5.18
P/E（倍）	43.61	38.75	31.55	26.67

事件：公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 76.34 亿元（-4.72%），归母净利 32.2 亿元（+17.12%），扣非净利 32.34 亿元（+18.56%）。20Q2 实现营收 40.82 亿元（+6.2%），归母净利 15.13 亿元（+22.51%），扣非净利 15.2 亿元（+24.83%）。

投资要点

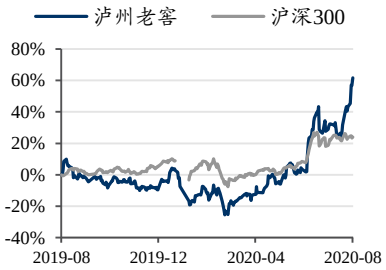
- **国窖动销环比改善，全国化进程加速：**公司 20H1 实现营收 76.34 亿（-4.7%），20Q2 单季度实现营收 40.8 亿（+6.2%）。**分产品看，**以国窖 1573 为主的高端酒实现营收 47.5 亿（+10%），受疫情影响公司于 2-4 月停止国窖发货和接受订单，据调研反馈 5 月恢复以来回款环比改善，6 月单月增速大幅转正，综合春节回款上半年实现双位数增长，整体来看上半年公司控货挺价策略得当，当前国窖库存约 30-45 天较为良性，批价回升至 850 元以上水平。以窖龄、特曲为主的中档酒上半年实现营收 19.1 亿（-14%），其中特曲库存相对较高，终端动销较弱，而窖龄在主销区以宴席为主受疫情影响较大，整体恢复速度较慢，而特曲与窖龄之间存在的竞争也对中端酒动销形成一定拖累。此外，公司低端酒实现营收 9.1 亿（-34%）。**分区域看**国窖全国化进程加快，据调研反馈公司国窖第一大市场华北表现突出，同比实现双位数增长，全年目标完成度较高；华东地区受疫情影响较小，同比也实现个位数增长；第二大市场西南地区较为成熟，同比略有下滑。公司各地市场开发举措加速，河南地区启动“战区制”，长三角成立国窖 38 度联盟会，而其他份额较低的潜力市场也加大开拓。

- **结构优化带动业绩超预期，现金流略承压：**公司 20H1 实现归母净利 32.2 亿（+17.12%），20Q2 实现归母净利 15.13 亿（+22.51%），业绩增长超预期。公司 20H1 实现净利率 42.24%，同比+7.55pct，一方面或因国窖占比提升产品结构优化带动毛利率同增 2.13pct，为 81.84%；另一方面由于销售费用率同减 4.64pct，为 14.56%，或系广宣费用下降所致。同时由于收入规模下降，公司管理费用率（含研发费用）同增 0.61pct，为 5.14%。**现金流方面公司略承压，**20H1 经营活动现金流净额为 7.3 亿（同比-57%，环比年初减少 41 亿），主因疫情影响销售，应收款（应收票据、账款及款项融资合计）同比+15%，以及预收款（合同负债）同比减少约 8 亿所致。但公司经营净现金流 Q2 环比 Q1 增加约 14 亿，改善明显。

- **名酒基因、批价上行及强执行力或推动估值持续上移：**公司自 14 年后针对产品、渠道、品牌及制度开启了大刀阔斧的改革且成果突出，当前国窖 1573 已经成为三大高端白酒品牌之一，品牌力突出，批价跟随茅五持续上行，中长期看批价有望冲击 1100 元以上，渠道价值链条进一步增厚。我们长期看好国窖、泸州老窖双品牌的复兴征程，公司兼具名酒基因、高批价上行预期以及强团队执行力，未来估值中枢或持续上移，在高端白酒板块估值整体重塑的背景下老窖配置性价比突出。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宋英男
18621076819
songyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	142.48
一年最低/最高价	64.07/142.48
市净率(倍)	10.28
流通 A 股市值(百万元)	208040.73

基础数据

每股净资产(元)	13.86
资产负债率(%)	35.62
总股本(百万股)	1464.75
流通 A 股(百万股)	1460.14

相关研究

1、《泸州老窖（000568）：国窖提振利润，品牌复兴途中》2020-04-29

2、《泸州老窖（000568）：国窖迈入后百亿，且看来年更从容》2019-10-31

3、《泸州老窖（000568）：国窖量价齐升，特曲势能向上》2019-08-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年收入分别为 167/194/224 亿，同比+6/17/15%；归母净利润分别为 52/64/76 亿，同比+13/23/18%；当前股价对应 PE 分别为 39/32/27X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，中高端酒需求回落风险。

泸州老窖三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**16314**	**17067**	**21673**	**25526**
现金	9754	10969	13408	15613
应收账款	18	12	23	17
存货	3641	3293	3974	4247
其他流动资产	2901	2794	4268	5649
非流动资产	**12606**	**12970**	**13745**	**14489**
长期股权投资	2231	2516	2784	3051
固定资产	1519	2862	4053	4961
在建工程	7257	5989	5297	4853
无形资产	332	336	344	357
其他非流动资产	1267	1267	1267	1267
资产总计	**28920**	**30038**	**35417**	**40015**
流动负债	**6787**	**5458**	**6803**	**6338**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1869	1312	1449	1517
其他流动负债	4918	4146	5354	4821
非流动负债	**2578**	**2083**	**1609**	**1132**
长期借款	2491	1996	1522	1045
其他非流动负债	87	87	87	87
负债合计	**9365**	**7542**	**8412**	**7471**
少数股东权益	148	194	248	294
归属母公司股东权益	19407	22302	26758	32250
负债和股东权益	**28920**	**30038**	**35417**	**40015**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4842	3886	5763	5729
投资活动现金流	-4551	-478	-1085	-1229
筹资活动现金流	93	-2193	-2239	-2294
现金净增加额	386	1215	2439	2206
折旧和摊销	167	268	447	621
资本开支	4605	78	506	477
营运资本变动	311	-1366	-828	-2119

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**15817**	**16686**	**19449**	**22415**
减:营业成本	3065	3086	3452	3782
营业税金及附加	1976	1996	2285	2707
营业费用	4186	4135	4518	5063
管理费用	829	817	977	1187
财务费用	-205	-132	-188	-273
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	155	154	136	136
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**6119**	**6938**	**8542**	**10084**
加:营业外净收支	-15	-10	-9	-13
利润总额	**6104**	**6929**	**8532**	**10071**
减:所得税费用	1462	1659	2064	2435
少数股东损益	0	47	53	46
归属母公司净利润	**4642**	**5224**	**6415**	**7590**
EBIT	5976	6692	8225	9678
EBITDA	6143	6960	8671	10299

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	3.17	3.57	4.38	5.18
每股净资产(元)	13.25	15.23	18.27	22.02
发行在外股份(百万股)	1465	1465	1465	1465
ROIC(%)	20.7%	20.5%	21.6%	21.7%
ROE(%)	23.7%	23.4%	24.0%	23.5%
毛利率(%)	80.6%	81.5%	82.3%	83.1%
销售净利率(%)	29.3%	31.3%	33.0%	33.9%
资产负债率(%)	32.4%	25.1%	23.8%	18.7%
收入增长率(%)	21.2%	5.5%	16.6%	15.3%
净利润增长率(%)	33.2%	12.5%	22.8%	18.3%
P/E	43.61	38.75	31.55	26.67
P/B	10.43	9.08	7.57	6.28
EV/EBITDA	31.80	27.90	22.06	18.32

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn