



2021-08-30

公司点评报告

买入/维持

泸州老窖(000568)

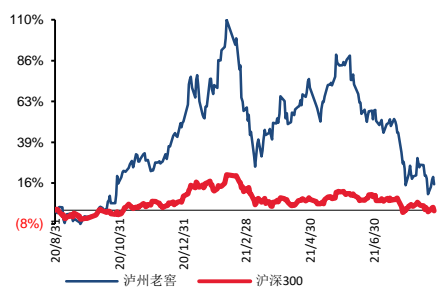
目标价: 227.64

昨收盘: 169.38

日常消费 食品、饮料与烟草

## 泸州老窖：国窖继续较好增长，中低端有所承压

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,465/1,464
总市值/流通(百万元)	248,100/248,024
12个月最高/最低(元)	313.99/137.72

### 相关研究报告：

泸州老窖(000568)《泸州老窖年报一季报点评：收入表现亮眼，税金影响利润，市场化薪酬方案出台》--2021/05/01

泸州老窖(000568)《泸州老窖业绩快报点评：高档酒表现亮眼，利润增速符合预期》--2021/03/30

### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

### 证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

**事件：**公司发布2021年中报，2021H1实现营收93.17亿元(+22.0%)、归母净利润42.26亿元(+31.2%)，扣非归母净利润42.09亿元(+30.1%)。2021Q2营业收入43.13亿元(+5.7%)，归母净利润20.60亿元(+36.1%)，扣非归母净利润20.51亿元(+34.9%)。单二季度收入端不及此前，但利润增速表现良好。

**国窖延续较好增长，中低端整理渠道。**分品类看，2021H1上半年中高档酒/其他酒类/其他收入类分别实现收入82.18亿元、9.77亿元、1.22亿元，比增长23.45%/7.51%/78.08%。中高档酒收入占营业收入比重为88.21%，占比同比提升+1.01%。高端国窖销量稳步上升，中低档酒增速下降原因主要为：1)次高端价格带：特曲与窖龄目前均处于渠道、价格梳理阶段。2)低档酒：二曲正谋划升级换代，销售受一定影响，估计Q2中低档酒均有不同程度的下滑，拖累Q2收入表现，而Q2国窖同比增速延续Q1较好增长。

2021H1公司合同负债+其他流动负债为15.91亿元，环比Q1及年初略减少3.19、3.06亿元，同比增加9.31亿元，较正常年份看、也处于年中较高水平。2021H1公司应收款项融资+应收票据为21.43亿元，环比Q1及年初分别减少15、10.7亿元，同比减少7.1亿元。2021Q2公司销售收现44.06亿元，同比增速23.3%。经营净现金流14.28亿元，同比增速36.7%。报表质量较为扎实。

**盈利能力提升主要系毛利率和销售费用率贡献。**2021Q2公司毛利率为85.2%，同比提升+7.8pcts，公司净利率为47.7%，同比提升10.7pcts。公司上半年毛利率有显著提升主要原因是：1)产品端国窖占比提升和直接提价；2)公司停产部分毛利较低产品。Q2公司营业税金率8.0%(-3.5pct)，销售费用率11.8%(-3.5pct)，管理费用率5.6%(+0.8pct)，财务费用率-1.7%(-0.2pct)。销售费用率下降主要由于疫情，上半年广告费用投放受限。管理费用率略有提升主要为职工薪酬增加，财务费用保持稳定。

**渠道+产品共振，中长期稳健增长。**(1)渠道开拓：2020年7月，公司联络江浙沪地区优质经销商成立国窖“长三角38度联盟”，华东市场开拓迎来加速。(2)新品放量：2020年10月，公司推出全

执业资格证书编码：S1190517050002

**研究助理：李梦鹏**

电话：15216670756

E-MAIL: limx@tpyzq.com

执业资格证书编码：

新战略新品“高光”，成为白酒行业首款轻奢主义白酒，未来有望发展成为公司的第三成长曲线。（3）扩产能：酿酒工程技改项目一期已于2020年完工，新增7000个窖池和3.5万吨基酒产能。截至2020年，泸州老窖合计拥有17万吨基酒产能。同时，2020年公司追加投资14.63亿元扩张技改项目，完工后储酒能力将由30万吨提升至38万吨，预计2025年产能进一步扩充到23.5万吨。中长期内，受益于千元价格带扩容和茅台酒价高量缺，公司主要利润贡献者国窖未来量价增长空间充足。此外，借助十四五规划的东风，公司制定了未来五年发展的“136”战略，致力于重回中国白酒行业“前三”，未来发展态势良好。

#### 盈利预测与估值：

我们预计2021-2023年收入增速20.94%、24.07%、19.06%，归母净利润增速27.85%、25.00%、20%，当前板块调整较多，龙头步入中长期布局时点。给与公司明年35倍PE，目标价227.64元，维持买入评级。

风险提示：高端化不及预期，渠道开拓不及预期。

#### ■ 主要财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	16652.85	20139.63	24986.74	29750.13
yoy	5.28%	20.94%	24.07%	19.06%
归母净利润(百万)	6006.11	7678.64	9526.69	11432.03
yoy	29.39%	27.85%	24.07%	20%
摊薄每股收益	4.10	5.24	6.50	7.80
PE	41	32	26	22

资料来源：Wind，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com

华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。