

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

泸州老窖 (000568.SZ)

维持评级

报告原因：中报点评

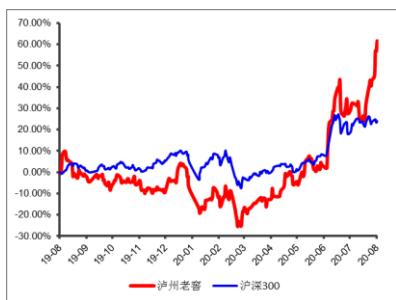
高端白酒引领，利润增速较快

买入

2021年8月31日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月31日

收盘价(元)：255.58

年内最高/最低(元)：282.49/160.53

流通A股/总股本(亿)：14.64/14.65

流通A股市值(亿)：2489

总市值(亿)：2490

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益：4.10

每股净资产(元)：15.75

净资产收益率：28.27%

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

- 公司披露半年报，公司实现营业收入93.17亿元，同比增长22.04%，实现净利润42.26亿元，同比增长31.23%。

事件点评

- Q2收入增速放缓，利润略超预期。**公司2021H1实现营业收入93.17亿元，同比上涨22.04%，归母净利润42.26亿元，同比增长31.23%。其中单Q2实现营业收入43.13亿元，同比增长5.67%，归母净利润为20.60亿元，同比增长36.10%，增速放缓，主要在于二季度公司控制发货节奏、特曲窖龄等处于提价后调整期。分产品来看，中高端产品增速亮眼，驱动业绩增长。2021H1公司中高档/其他酒类营业收入分别为82.18/9.80亿，同比+23.45%/+7.51%，销量1.43/2.46万吨，同比+6.31%/-29.14%，吨价57.7/4.0万元，同比+16.1%/+51.7%。分渠道，2021H1传统/新兴渠道分别实现营业收入86.66/5.32亿，同比+19.03%/+84.71%，新兴渠道表现亮眼。
- 国窖占比提升以及费用率下行，盈利能力不断提高。**2021H1销售净利率为45.79%，同比增加3.55pct，销售毛利率为85.67%，同比增加3.83pct，主要在于国窖增长较快，中高端产品占比提升。销售期间费用率为16.44%，同比减少1.84pct，其中销售费用率为12.7%，同比减少1.86pct，主要在于广告宣传费减少，同比减少-24.17%；管理费用率为5.11%，同比减少0.03pct；财务费用率为-1.37%，同比增加0.05pct。此外，2021H1经营活动产生的现金流量净额为27.38亿元，同比增加275.71%；2021H1末合同负债14.1亿元，同增139.4%，说明渠道信心稳定。
- 公司产品价格带全面布局，品牌复兴和价值回归稳步推进。**公司深入实施品牌复兴工程，清晰聚焦“双品牌、三品系、大单品”战略。国窖1573持续引领品牌高度，市场份额、产品利润、品牌形象和高端价值持续提升；泸州老窖品牌名酒价值和消费者信心回归态势逐步形成，头曲二曲营销管理改革成效显著；新品系不断满足多样化、细分市场的需求。公司已基本实现产品价格带全面布局，品牌复兴和价值回归稳步推进。

投资建议



- 上半年控货稳价，业绩稳健增长。随着旺季的到来，下半年有望加速增长，完成全年营收 15% 增长的目标可期。中长期内，受益于千元价格带扩容和茅台酒供不应求，国窖未来量价增长空间充足。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 74.90 亿、93.28 亿、115.60 亿，EPS 分别为 5.11 元、6.37 元、7.89 元，对应当前股价，PE 分别为 33 倍、27 倍、21 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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	19,890	24,384	35,449	49,300	营业收入	16,653	20,566	25,194	30,610
现金	11,625	13,269	21,104	30,240	营业成本	2,823	3,609	4,371	5,219
应收账款	127	190	212	258	营业税金及附加	2,224	2,674	3,275	3,979
其他应收款	126	173	195	242	销售费用	3,091	3,673	4,399	5,222
预付账款	75	23	(31)	(125)	管理费用	844	1,028	1,234	1,469
存货	4,696	3,932	4,311	4,676	财务费用	(132)	(187)	(258)	(385)
其他流动资产	3,242	6,798	9,658	14,010	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	15,120	14,166	13,526	12,365	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2,478	2,266	2,325	2,356	投资净收益	201	150	150	150
固定资产	6,886	6,450	6,013	5,577	营业利润	7,959	9,919	12,322	15,256
无形资产	2,657	2,480	2,315	2,160	营业外收入	33	30	30	30
其他非流动资产	3,099	2,970	2,873	2,271	营业外支出	53	30	30	30
资产总计	35,009	38,550	48,975	61,665	利润总额	7,939	9,919	12,322	15,256
流动负债	7,748	9,309	13,871	19,912	所得税	1,981	2,430	3,019	3,738
短期借款	0	0	0	0	净利润	5,959	7,488	9,303	11,518
应付账款	2,604	2,373	3,190	4,018	少数股东损益	(47)	(2)	(25)	(42)
其他流动负债	5,143	6,937	10,681	15,894	归属母公司净利润	6,006	7,490	9,328	11,560
非流动负债	4,080	2,257	2,998	3,151	EBITDA	8,180	10,345	12,666	15,461
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.10	5.11	6.37	7.89
其他非流动负债	4,080	2,257	2,998	3,151					
负债合计	11,827	11,566	16,869	23,063	主要财务比率				
少数股东权益	107	105	80	38	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	成长能力				
资本公积	3,723	3,723	3,723	3,723	营业收入	5.28%	23.50%	22.50%	21.50%
留存收益	17,701	21,691	26,839	33,377	营业利润	30.07%	24.62%	24.23%	23.81%
归属母公司股东权益	23,075	26,878	32,027	38,565	归属于母公司净利润	29.38%	24.72%	24.53%	23.92%
负债和股东权益	35,009	38,550	48,975	61,665	获利能力				
					毛利率(%)	83.05%	82.45%	82.65%	82.95%
					净利率(%)	36.06%	36.42%	37.03%	37.76%
					ROE(%)	25.70%	27.75%	28.98%	29.84%
					ROIC(%)	49.79%	48.16%	46.15%	59.62%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	33.78%	30.00%	34.44%	37.40%
					净负债比率(%)	-20.49%	-20.39%	-36.51%	-42.18%
					流动比率	2.57	2.62	2.56	2.48
					速动比率	1.96	2.20	2.24	2.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.56	0.58	0.55
					应收账款周转率	1681.96	2234.05	1469.89	1815.38
					应付账款周转率	7.45	8.26	9.06	8.49
					每股指标 (元)				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,916	6,727	10,938	13,514
净利润	5,959	7,490	9,328	11,560
折旧摊销	309	613	601	590
财务费用	68	(187)	(258)	(385)
投资损失	(201)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	159	(1,038)	1,442	1,941
其他经营现金流	(1,376)	(2)	(25)	(42)
投资活动现金流	(2,174)	361	92	119
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(247)	211	(58)	(31)
其他投资现金流	(1,928)	150	150	150



筹资活动现金流	(917)	(5,191)	(3,194)	(4,497)	每股收益(最新摊薄)	4.10	5.11	6.37	7.89
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.36	4.59	7.47	9.23
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	15.75	18.35	21.86	26.33
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	41.5	33.2	26.7	21.5
其他筹资现金流	(917)	(5,191)	(3,194)	(4,497)	P/B	10.8	9.3	7.8	6.5
现金净增加额	1,825	1,897	7,836	9,136	EV/EBITDA	39.54	23.38	18.62	14.78

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、地位或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 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，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，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公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》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公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》规定特此告知公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

