

2022 年 08 月 31 日

“双品牌”驱动迎来向上拐点

► **事件：**公司发布 2022 年半年度报告，上半年实现营收 116.64 亿元，同增 25.19%（其中中高档酒 103.72 亿元，同增 26.21%；其他酒 11.77 亿元，同增 20.47%）；实现归母净利润 55.32 亿元，同增 30.89%。**单二季度**公司实现营收 53.52 亿元，同增 24.09%；实现归母净利润 26.56 亿元，同增 28.99%。

► **次高端短板逐步补齐，“双轮”驱动业绩高增：从国窖 1573 高端引领到低度放量抢占增量市场高线次高端，到泸州老窖特曲系列 1952 品牌标杆、60 版特曲团购培育放量、老字号特曲价值重塑，公司聚焦“双品牌、三品系、大单品”战略清晰，体现了足够的战略耐心与决心，国窖基本盘稳固，特曲、窖龄酒站稳关键价格带，黑盖核心城市布局与品鉴推广、占位高线光瓶酒价格带，产品矩阵已趋完善。分产品看，22H1 中高档酒实现营收 103.72 亿元，同增 26.21%，占比 89.81%；其他酒营收 11.77 亿元，同增 20.47%，占比 10.19%。上半年中高档酒销量 1.75 万吨，同比+22.47%，吨酒价为 59.43 万元/吨，相较 21 年 H1 吨酒价 57.66 万元/吨提升 3.06%，中高档酒实现量价提升；其他酒销量 2.19 万吨，同比-11.28%，吨酒价 5.39 万元/吨，相较 21 年 H1 吨酒价 3.97 万元/吨提升 35.78%，其他酒类量缩价升。分渠道看，22H1 传统渠道实现收入 108.37 亿元，同增 25.09%，占比 93.84%；新兴渠道实现收入 7.12 亿元，同增 33.88%，占比 6.16%。公司经销商结构持续优化，22H1 经销商数量较年初减少 293 家至 1638 家（境内净减少 257 家，期末 1526 家；境外净减少 36 家，期末 112 家）。**

► **22Q2 期间费用投放减少推升净利率至 50.15%，合同负债、收现比及经营现金流净额指标彰显增长质量。**22H1 公司毛利率为 85.92%，同增 0.22pcts；22H1 期间费用率 14.61%，同减 1.83pcts，其中销售费用率 10.41%，同减 2.29pcts，主要系促销费投入减少所致；管理费用率 4.65%，同减 0.07pcts。单季度看，22Q2 毛利率为 85.33%，同增 0.08pcts；Q2 管理费用率 4.99%，同减 0.62pcts；销售费用率 10.11%，同减 1.69pcts；净利率 50.15%，同增 1.78pcts。**22H1 期末合同负债 23.30 亿元，环比增加 9.21 亿元。22Q2 销售收现 75.88 亿元，同增 72.24%；经营现金流量净额 29.46 亿元，同增 106.24%，环比改善 18.15 亿元，现金流表现亮眼。**

► **投资建议：**公司已逐步补齐次高端短板，我们看好双品牌驱动下的稳健增长动力，公司以“核心终端配额制”为代表的渠道模式与团队管理高度匹配，未来大单品战略也有望持续落地。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润 101/122/148 亿元，EPS 分别为 6.90/8.30/10.05 元，当前股价对应 PE 分别为 33/27/23 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**宏观经济发展不及预期；疫情反复影响动销情况；高端酒行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	20642	25168	30410	36284
增长率（%）	24.0	21.9	20.8	19.3
归属母公司股东净利润（百万元）	7956	10148	12213	14791
增长率（%）	32.5	27.6	20.3	21.1
每股收益（元）	5.41	6.90	8.30	10.05
PE	42	33	27	23
PB	11.9	10.0	7.3	5.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

226.15 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

相关研究

1. 泸州老窖 (000568.SZ) 2021 年报及 2022 年一季报点评：国窖带动业绩快速增长，费用率延续下行趋势-2022/04/29
2. 泸州老窖 (000568.SZ) 2021 年业绩快报点评：“十四五”顺利开局，国窖快增带动结构上行-2022/03/12
3. 【民生食饮】泸州老窖(000568)三季报点评报告：利润弹性持续释放，股权激励积极可为-2021/10/29
4. 泸州老窖 (000568) 2021 年半年报点评：国窖表现亮眼，大众酒营销改革正当时-2021/08/29
5. 泸州老窖 (000568) 2020 年报及 2021 年一季报点评：高端产品增长亮眼，国窖“新百亿”战略势头强劲-2021/04/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	20642	25168	30410	36284
营业成本	2952	3648	4407	5239
营业税金及附加	2865	3272	3801	4463
销售费用	3599	4278	5018	5878
管理费用	1056	1287	1545	1850
研发费用	138	168	192	221
EBIT	10165	12586	15527	18731
财务费用	-217	-703	-452	-601
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	202	247	304	381
营业利润	10590	13531	16275	19702
营业外收支	-39	-39	-39	-39
利润总额	10551	13491	16235	19663
所得税	2614	3343	4023	4872
净利润	7937	10148	12213	14791
归属于母公司净利润	7956	10148	12213	14791
EBITDA	10730	13177	16252	19544

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	13513	15779	26356	34319
应收账款及票据	2	11	6	10
预付款项	178	166	194	262
存货	7278	10957	11073	15116
其他流动资产	5605	5935	7069	8697
流动资产合计	26575	32848	44698	58404
长期股权投资	2627	2805	2997	3170
固定资产	8089	8663	10144	12458
无形资产	2606	3270	4131	4644
非流动资产合计	16636	19065	22616	26640
资产合计	43212	51913	67314	85044
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2420	3485	4211	4568
其他流动负债	8527	10770	13222	15791
流动负债合计	10947	14255	17433	20360
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4128	4128	4128	4128
非流动负债合计	4128	4128	4128	4128
负债合计	15075	18382	21561	24487
股本	1465	1472	1472	1472
少数股东权益	97	97	97	97
股东权益合计	28137	33531	45753	60556
负债和股东权益合计	43212	51913	67314	85044

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.96	21.92	20.83	19.31
EBIT 增长率	33.45	23.82	23.36	20.64
净利润增长率	32.47	27.56	20.34	21.11
盈利能力 (%)				
毛利率	85.70	85.50	85.51	85.56
净利率	38.54	40.32	40.16	40.76
总资产收益率 ROA	18.41	19.55	18.14	17.39
净资产收益率 ROE	28.37	30.35	26.75	24.46
偿债能力				
流动比率	2.43	2.30	2.56	2.87
速动比率	1.74	1.52	1.91	2.11
现金比率	1.23	1.11	1.51	1.69
资产负债率 (%)	34.89	35.41	32.03	28.79
经营效率				
应收账款周转天数	0.03	0.09	0.10	0.08
存货周转天数	729.97	899.70	899.70	899.70
总资产周转率	0.53	0.53	0.51	0.48
每股指标 (元)				
每股收益	5.41	6.90	8.30	10.05
每股净资产	19.05	22.72	31.02	41.08
每股经营现金流	5.23	6.84	10.07	8.62
每股股利	3.24	3.24	3.24	3.24
估值分析				
PE	42	33	27	23
PB	11.9	10.0	7.3	5.5
EV/EBITDA	30.14	24.37	19.11	15.48
股息收益率 (%)	1.43	1.43	1.43	1.43

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7937	10148	12213	14791
折旧和摊销	565	591	725	813
营运资金变动	-384	-699	1905	-2816
经营活动现金流	7699	10069	14819	12688
资本开支	-1976	-2862	-4112	-4690
投资	-741	-179	-192	-173
投资活动现金流	-2678	-2794	-3999	-4482
股权募资	8	7	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-3183	-5010	-243	-243
现金净流量	1834	2265	10577	7963

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026