

## 公司研究

## 国窖稳步增长，中低端短期留有余力

## ——泸州老窖（000568.SZ）2021年半年报点评

## 要点

**事件：**公司2021年上半年营业收入93.17亿元，同比增长22.04%，归母净利润42.26亿元，同比增长31.23%。Q2单季营收43.13亿元，同比增长5.67%，归母净利润20.60亿元，同比增长36.10%。

**国窖增长持续，中低端产品调整导致收入增速短期放缓。**1) 21H1中高档酒类（国窖1573、特曲、窖龄）营收82.18亿元，同比增长23.45%，其中国窖稳步上升，估计维持20-30%的增速，继续贡献主要增量。窖龄上半年销售额同比增长78%，已超过20年全年销售业绩。拆分量价来看，销量/均价同比提升6.3%/16.1%，均价提升为收入增长主要驱动。其他酒类（头曲、二曲等）营收9.77亿元，同比增长7.51%。2) 21Q1/Q2收入同比增长40.9%/5.7%，Q2同比增速明显下滑，估计原因主要为：①2020年春节较早导致中低端产品收入更多集中在2019年Q4确认，叠加疫情影响，去年二季度基数相对较高（20Q1/Q2营收35.5/40.8亿），淡旺季出现一定错配。②特曲受渠道和价格调整影响，估计Q2收入有所承压，二曲谋划产品升级换代，短期销售受到一定影响。

**盈利能力明显提升，回款与现金流表现稳健。**1) 21H1酒类业务毛利率86.01%，同比提升4pct，中高档酒类/其他酒类毛利率分别为90.6%/47.4%，同比提升2.0pct/13.5pct，产品结构升级带动毛利率稳步上行。2) Q2税金及附加比率同比下降3.53pct，主要因去年疫情影响生产节奏，税金出现一定扰动，销售费用率11.79%，同比下降3.55pct，广告宣传费明显缩减，上半年同比减少24.17%。Q2管理费用率5.61%，同比小幅提升0.76pct，主要因职工薪酬有所增加。销售净利率48.37%，同比提升11.67pct，结构升级、税金比率下降叠加费投控制，净利润增速相较收入表现亮眼。3) Q2销售回款44.06亿，同比增长23.35%，经营性现金净流量14.28亿，同比增长36.65%，回款与现金流表现稳健。截至6月底合同负债14.08亿元，相较一季度末减少2.84亿元。

**动销表现稳健，双品牌发力可期。**根据渠道跟踪，截至7月底国窖1573在部分主要市场任务完成率达到80%，全年任务达成确定性较高，目前国窖批价910元左右，价格相对稳定，二季度以来逐渐转向顺价模式，加强执行经销商配额制度，价格管控下国窖有望进入量价正循环阶段。同时，公司增强对泸州老窖的品牌培育，特曲等产品短期留有余力，后续有望逐步释放，双品牌发力可期。

**盈利预测、估值与评级：**维持2021-23年净利润预测分别为75.5/93.0/110.2亿，对应EPS为5.16/6.35/7.52元，当前股价对应P/E为33/27/23倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**挺价效果不达预期，国内疫情加剧影响旺季动销。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,817	16,653	20,661	24,925	29,183
营业收入增长率	21.15%	5.28%	24.07%	20.64%	17.08%
净利润(百万元)	4,642	6,006	7,552	9,299	11,017
净利润增长率	33.17%	29.38%	25.74%	23.14%	18.47%
EPS(元)	3.17	4.10	5.16	6.35	7.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.92%	26.03%	27.34%	28.04%	27.85%
P/E	53	41	33	27	23
P/B	12.8	10.8	9.0	7.5	6.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-27

## 买入（维持）

当前价：169.38元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

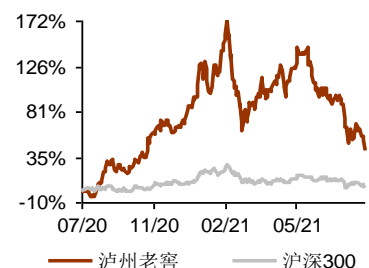
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	14.65
总市值(亿元)	2480.99
一年最低/最高(元)	135.01/331.79
近3月换手率	72.87%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.34	3.83	-7.77
绝对	-4.64	-4.64	-4.64

资料来源：Wind

## 相关研报

2020 圆满收官，21Q1 表现靓丽——泸州老窖（000568.SZ）2020 年年报与 2021 年一季报点评（2021-04-29）

高端表现出色，2020 圆满收官——泸州老窖（000568.SZ）2020 年度业绩快报点评（2021-03-30）

两沉两浮三十年，精进战术助复兴——泸州老窖（000568.SZ）投资价值分析报告（2021-03-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	15,817	16,653	20,661	24,925	29,183
营业成本	3,065	2,823	3,184	3,522	3,883
折旧和摊销	167	308	208	256	284
税金及附加	1,976	2,224	2,581	3,113	3,645
销售费用	4,186	3,091	4,132	4,985	5,837
管理费用	829	844	1,074	1,296	1,518
研发费用	72	86	94	113	132
财务费用	-205	-132	-200	-195	-185
投资收益	155	201	100	100	100
营业利润	6,119	7,959	9,960	12,269	14,538
利润总额	6,104	7,939	9,940	12,254	14,529
所得税	1,462	1,981	2,435	3,002	3,560
净利润	4,642	5,959	7,505	9,252	10,969
少数股东损益	0	-47	-47	-47	-47
归属母公司净利润	4,642	6,006	7,552	9,299	11,017
EPS(按最新股本计)	3.17	4.10	5.16	6.35	7.52

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,842	4,916	9,711	10,589	12,108
净利润	4,642	6,006	7,552	9,299	11,017
折旧摊销	167	308	208	256	284
净营运资金增加	718	1,318	712	1,178	1,414
其他	-686	-2,716	1,239	-144	-607
投资活动产生现金流	-4,551	-2,174	-859	-475	-450
净资本支出	-4,572	-2,123	-950	-550	-550
长期投资变化	2,231	2,478	0	0	0
其他资产变化	-2,209	-2,529	91	75	100
融资活动现金流	93	-917	-2,776	-3,557	-4,441
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,491	1,569	28	0	0
无息负债变化	1,394	893	618	1,711	1,479
净现金流	386	1,816	6,076	6,556	7,217

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	80.6%	83.0%	84.6%	85.9%	86.7%
EBITDA 率	37.3%	47.6%	47.7%	49.0%	49.8%
EBIT 率	36.2%	45.7%	46.7%	48.0%	48.8%
税前净利润率	38.6%	47.7%	48.1%	49.2%	49.8%
归母净利润率	29.3%	36.1%	36.6%	37.3%	37.7%
ROA	16.1%	17.0%	18.7%	19.5%	19.9%
ROE (摊薄)	23.9%	26.0%	27.3%	28.0%	27.8%
经营性 ROIC	22.7%	25.1%	30.8%	36.0%	40.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	32%	34%	31%	30%	28%
流动比率	2.40	2.57	2.95	3.13	3.38
速动比率	1.87	1.96	2.52	2.74	3.01
归母权益/有息债务	7.79	5.68	6.76	8.11	9.68
有形资产/有息债务	11.21	7.79	9.11	10.88	12.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	28,920	35,009	40,156	47,367	55,189
货币资金	9,754	11,625	17,700	24,257	31,473
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	18	2	31	37	44
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	160	127	1	2	2
存货	3,641	4,696	3,662	3,979	4,310
其他流动资产	2,589	3,366	3,366	3,366	3,366
流动资产合计	16,314	19,890	24,961	31,848	39,403
其他权益工具	352	347	347	347	347
长期股权投资	2,231	2,478	2,478	2,478	2,478
固定资产	1,517	6,886	7,537	7,701	7,845
在建工程	7,257	2,012	1,874	1,912	1,990
无形资产	332	2,657	2,851	2,844	2,837
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	238	11	11	11	11
非流动资产合计	12,606	15,120	15,195	15,518	15,786
总负债	9,365	11,827	12,473	14,185	15,664
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,869	2,604	1,974	2,289	2,602
应付票据	0	121	0	0	0
预收账款	2,244	0	3,099	3,988	4,669
其他流动负债	0	218	218	218	218
流动负债合计	6,787	7,748	8,454	10,165	11,644
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	2,491	3,988	3,988	3,988	3,988
其他非流动负债	24	30	30	30	30
非流动负债合计	2,578	4,080	4,020	4,020	4,020
股东权益	19,555	23,182	27,682	33,182	39,525
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
公积金	5,188	5,188	5,188	5,188	5,188
未分配利润	12,560	16,237	20,784	26,331	32,722
归属母公司权益	19,407	23,075	27,622	33,169	39,560
少数股东权益	148	107	60	13	-35

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	26.47%	18.56%	20.00%	20.00%	20.00%
管理费用率	5.24%	5.07%	5.20%	5.20%	5.20%
财务费用率	-1.30%	-0.80%	-0.97%	-0.78%	-0.63%
研发费用率	0.45%	0.52%	0.45%	0.45%	0.45%
所得税率	24%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.59	2.05	2.56	3.16	3.74
每股经营现金流	3.31	3.36	6.63	7.23	8.27
每股净资产	13.25	15.75	18.86	22.65	27.01
每股销售收入	10.80	11.37	14.11	17.02	19.92

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	53	41	33	27	23
PB	12.8	10.8	9.0	7.5	6.3
EV/EBITDA	42.1	31.3	24.8	19.7	16.2
股息率	0.9%	1.2%	1.5%	1.9%	2.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE