

泸州老窖 (000568.SZ)

国窖延续高增，中低端蓄力谋未来

事件：公司发布 2021 年半年报。2021H1 公司实现营收 93.2 亿元，同比+22.0%，归母净利润 42.3 亿元，同比+31.2%。其中 2021Q2 单季度实现营收 43.1 亿元，同比+5.7%，归母净利润 20.6 亿元，同比+36.1%，Q2 利润表现显著好于营收主要系产品结构优化。合同负债 14.1 亿元，同比+139%，环比较 21Q1 末的 16.9 亿元略有下降。

国窖维持增速，中低端整理渠道。2021H1 公司中高档酒实现销售收入 82.2 亿，占营收比较同期提高 1.01pct 至 88.2%，其中中高档酒销售吨价同增 16.1%至 57.6 万元/吨，产品结构优化明显，预计 2021Q2 营收增长主要系国窖贡献增量，预计同比+20-30%，中档特曲等产品由于 Q1 旺季增长势头迅猛、Q2 公司以去化库存为主、预计同比双位数下滑，低端产品预计下滑幅度更甚，主要系目前公司中低端产品处于梳理阶段、二曲 Q2 换代停货，据糖酒快讯消息目前大成浓香公司已成立，未来将负责运营高光、头曲和二曲三大品牌，预计三季度中低端酒销售将逐渐恢复正常。

双因素共振带动 Q2 利润高增。国窖高增长带动产品结构优化，Q2 单季度公司销售毛利率为 85.2%，同比+7.8pct，产品盈利能力显著提高，同时由于，低端产品投放较少带动销售费用投放缩减，21Q2 单季度销售费用仅 5.1 亿元，同比-18.8%，销售费用率亦同比下降 3.6pct 至 11.8%。在产品盈利能力提高与费用投放有所缩减的双因素带动下，21Q2 单季度归母净利率高达 47.8%，同比+10.7pct。

国窖、老窖双品牌顺次发力，销售队伍年轻化助力“十四五”。国窖作为已初步实现全国化的大单品，年内销售工作有序推进、国窖批价稳步上行，在千元价格带逐渐放量的当前，国窖有望同时受益于行业红利与布局全国化的红利，同时公司细化泸州老窖品牌运作，成立大成浓香系列酒公司独立运作，年内公司量价管控得当，特曲在近年多次提价后站稳 300 元价格带放量可期。今年 36 岁的张彪升任销售公司总经理，34 岁的董虎杰升任销售公司常务副总经理，33 岁的张良升任国窖酒类销售公司总经理，销售团队呈现“年轻化”、“一线经验丰富”与“团队制”特点，“十四五”有望在年轻团队的努力下实现新发展。

盈利预测：看好主力产品的量价趋势和品牌全国化的空间，维持利润增速快于营收的判断，预计公司 2021-2023 年收入至 204.7/253.9/295.2 亿元（原为 225.6/282.9/336.6 亿元），归母净利润至 77.0/96.3/112.6 亿元（原为 79.3/102.4/124.1 亿元），当前股价对应 2021-2023 年市盈率 32/26/22 倍，维持“买入”评级与 300 元目标价，对应 2022 年 46 倍 PE。

风险提示：经济面加速回落导致需求不及预期；行业竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,817	16,653	20,467	25,385	29,519
增长率 yoy (%)	21.2	5.3	22.9	24.0	16.3
归母净利润(百万元)	4,642	6,006	7,703	9,632	11,260
增长率 yoy (%)	33.2	29.4	28.3	25.1	16.9
EPS 最新摊薄(元/股)	3.17	4.10	5.26	6.58	7.69
净资产收益率(%)	23.7	25.7	27.5	27.5	26.0
P/E(倍)	53.4	41.3	32.2	25.8	22.0
P/B(倍)	12.8	10.8	8.9	7.1	5.7

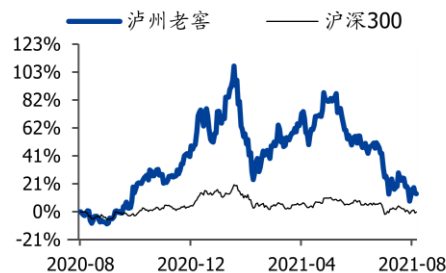
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
8月27日收盘价(元)	169.38
总市值(百万元)	248,099.77
总股本(百万股)	1,464.75
其中自由流通股(%)	99.97
30日日均成交量(百万股)	18.19

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 郝宇新

邮箱：haoyuxin@gszq.com

相关研究

- 《泸州老窖(000568.SZ)：开门红，齐发力，剑指三甲》2021-04-29
- 《泸州老窖(000568.SZ)：业绩逆势高增，开启发展新五年》2021-03-29
- 《泸州老窖(000568.SZ)：国窖新百亿，十四五再出发》2020-12-15



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	16314	19890	24260	29164	36165
现金	9754	11625	17046	18471	26620
应收票据及应收账款	18	2	23	7	28
其他应收款	160	127	225	212	297
预付账款	152	75	204	142	260
存货	3641	4696	3396	6967	5595
其他流动资产	2589	3366	3366	3366	3366
非流动资产	12606	15120	16851	19136	21180
长期投资	2231	2478	2880	3282	3684
固定资产	1519	6887	7507	8359	9083
无形资产	332	2657	3073	3574	4178
其他非流动资产	8524	3098	3391	3920	4235
资产总计	28920	35009	41111	48300	57345
流动负债	6787	7748	9852	10748	12082
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1869	2726	1733	3977	2945
其他流动负债	4918	5022	8119	6771	9137
非流动负债	2578	4080	3408	2793	2134
长期借款	2491	3988	3316	2701	2042
其他非流动负债	87	92	92	92	92
负债合计	9365	11827	13260	13541	14216
少数股东权益	148	107	77	20	-35
股本	1465	1465	1465	1465	1465
资本公积	3723	3723	3723	3723	3723
留存收益	14024	17701	21530	26312	31906
归属母公司股东权益	19407	23075	27773	34739	43164
负债和股东权益	28920	35009	41111	48300	57345

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4842	4916	10317	7120	13751
净利润	4642	5959	7673	9576	11205
折旧摊销	167	309	664	787	926
财务费用	-205	-132	-238	-428	-627
投资损失	-155	-201	-163	-164	-164
营运资金变动	311	-1164	2399	-2638	2427
其他经营现金流	80	147	-18	-13	-15
投资活动现金流	-4551	-2174	-2214	-2895	-2791
资本支出	4605	2144	1329	1883	1642
长期投资	-8	-80	-402	-408	-402
其他投资现金流	47	-111	-1287	-1420	-1551
筹资活动现金流	93	-917	-2681	-2800	-2811
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	2491	1497	-672	-615	-659
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	6	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2404	-2414	-2009	-2185	-2152
现金净增加额	386	1816	5421	1425	8150

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15817	16653	20467	25385	29519
营业成本	3065	2823	2740	3510	4254
营业税金及附加	1976	2224	2865	3554	4133
营业费用	4186	3091	4093	4950	5609
管理费用	829	844	1044	1282	1476
研发费用	72	86	74	115	131
财务费用	-205	-132	-238	-428	-627
资产减值损失	0	0	-1	-1	-1
其他收益	44	32	38	35	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	155	201	163	164	164
资产处置收益	27	8	18	13	15
营业利润	6119	7959	10108	12616	14760
营业外收入	44	33	34	35	36
营业外支出	60	53	46	52	53
利润总额	6104	7939	10095	12600	14744
所得税	1462	1981	2423	3024	3538
净利润	4642	5959	7673	9576	11205
少数股东损益	0	-47	-30	-57	-55
归属母公司净利润	4642	6006	7703	9632	11260
EBITDA	6143	8162	10450	12953	15071
EPS (元)	3.17	4.10	5.26	6.58	7.69

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	21.2	5.3	22.9	24.0	16.3
营业利润(%)	30.8	30.1	27.0	24.8	17.0
归属于母公司净利润(%)	33.2	29.4	28.3	25.1	16.9
获利能力					
毛利率(%)	80.6	83.0	86.6	86.2	85.6
净利率(%)	29.3	36.1	37.6	37.9	38.1
ROE(%)	23.7	25.7	27.5	27.5	26.0
ROIC(%)	20.7	21.7	23.3	24.1	23.3
偿债能力					
资产负债率(%)	32.4	33.8	32.3	28.0	24.8
净负债比率(%)	-37.0	-32.5	-46.2	-42.7	-54.7
流动比率	2.4	2.6	2.5	2.7	3.0
速动比率	1.5	1.5	1.8	1.7	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	13.1	1682.0	1682.0	1682.0	1682.0
应付账款周转率	1.9	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.17	4.10	5.26	6.58	7.69
每股经营现金流(最新摊薄)	3.31	3.36	7.04	4.86	9.39
每股净资产(最新摊薄)	13.25	15.75	18.96	23.72	29.47
估值比率					
P/E	53.4	41.3	32.2	25.8	22.0
P/B	12.8	10.8	8.9	7.1	5.7
EV/EBITDA	39.2	29.5	22.5	18.0	14.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com