

推荐 (维持)

Q2 净利率大幅提升，国窖势能持续向上

风险评级：中风险

泸州老窖 (000568) 2021 年半年度业绩点评

2021 年 8 月 30 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

事件：公司发布2021年半年度报告。公司2021H1分别实现营业收入与归属于上市公司股东的净利润93.17亿元与42.26亿元，分别同比增长22.04%与31.23%。

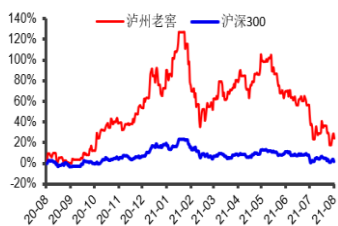
点评：

主要数据

2021 年 8 月 27 日

收盘价(元)	169.38
总市值(亿元)	2,481.00
总股本(亿股)	14.65
流通股本(亿股)	14.64
ROE(TTM)	28.85%
12月最高价(元)	310.35
12月最低价(元)	131.78

股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

■ **成本费用下行驱动公司Q2利润释放。**单季度看，公司2021Q1的营收与归母净利润增速分别为40.85%与26.95%。基于去年一季度的低基数，公司Q1营收增速超预期。2021Q2，公司实现营业收入43.13亿元，同比增长5.65%；实现归母净利润20.60亿元，同比增长36.10%。公司Q2营收环比增速放缓，归母净利润增速实现较快增长主要系公司的营业成本、税金与销售费用支出减少所致。

■ **产品结构升级，国窖势能向上。**目前，公司聚焦国窖与老窖双品牌战略。其中，国窖1573引领品牌高度，公司产品结构持续优化。2021H1，公司中高档酒实现营业收入82.18亿元，同比增长23.45%；营业收入占比为88.21%，同比增加1.01个百分点。此外，公司上半年中高档酒的产量同比增加162.79%，库存量同比增加59.68%，彰显公司进一步做大做强中高档酒的决心。相比较而言，公司其他酒类上半年实现营业收入9.77亿元，同比增长7.51%，业绩增长弹性总体低于中高档白酒，产量与库存量同比有所下降。

■ **新兴渠道实现高增长，经销商结构持续优化。**公司实行传统渠道与新兴渠道相结合的方式销售产品，以线下经销商为主要的传统渠道是公司目前主要的渠道收入来源，新兴渠道上半年实现高速增长。2021H1，公司传统渠道与新兴渠道分别实现营业收入86.63亿元与5.32亿元，分别同比增长19.03%与84.71%。与此同时，公司上半年持续优化清理经销商，经销商结构进一步优化。2021H1，公司共减少148家国内经销商，经销商数量同比下降11.05%。

■ **Q2盈利能力提升，经营活动现金流向好。**随着产品结构持续优化升级，公司Q2盈利能力大幅提升。2021Q2，公司实现毛利率85.24%，同比增加7.77个百分点；实现净利率48.37%，同比增加11.67个百分点。公司Q2净利率增长幅度较大主要系公司的销售费用率下降所致。2021Q2，公司的销售费用率为11.79%，同比下降3.55个百分点。此外，公司2021Q2实现经营活动现金流净额14.28亿元，同比增长36.65%，经营活动现金流持续向好。

■ **维持推荐评级。**预计公司2021-2022年EPS分别为5.17元和6.44元，对应PE分别为32.89倍和26.41倍。2020年12月，公司提出了国窖1573的“新

百亿”目标，力争国窖1573在2022年与2025年在销售口径的收入分别突破200亿元与300亿元。随着产品结构不断优化，预计国窖势能将进一步释放，公司业绩有望增厚。维持对公司的“推荐”评级。

- **风险提示。** 高端酒增长不及预期，行业竞争加剧，食品安全问题。

图 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	16,653	20884	25,266	30521
营业总成本	8,936	11275	13,269	15602
营业成本	2,823	3,133	3,285	3,510
营业税金及附加	2224	2819	3499	4181
销售费用	3091	4240	5230	6409
管理费用	844	1149	1314	1557
财务费用	-132	-180	-200	-208
研发费用	86	115	141	153
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	7959	9858	12254	15185
加：营业外收入	33	35	38	40
减：营业外支出	53	55	40	58
利润总额	7939	9838	12252	15167
减：所得税	1981	2263	2818	3473
净利润	5959	7575	9434	11694
减：少数股东损益	(47)	4	5	7
归母公司所有者的净利润	6006	7571	9429	11687
摊薄每股收益(元)	4.10	5.17	6.44	7.98
PE（倍）	41.47	32.89	26.41	21.31

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn