

泸州老窖 (000568)

报告日期: 2021 年 8 月 29 日

国窖势能强劲, 业绩增长稳健

——泸州老窖 2021H1 业绩点评报告

分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
联系人: 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001
zhangxiaolian@stocke.com.cn;

事件

公司发布 2021H1 业绩公告, 显示: 1) 2021H1 公司营业收入为 93.17 亿元, 同比增长 22.04%; 归母净利润为 42.26 亿元, 同比增长 31.23%; 扣非净利润为 42.09 亿元, 同比增长 30.14%; 2) 2021Q2 营业收入为 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%; 扣非净利润为 20.51 亿元, 同比增长 34.89%。

点评

□ 业绩整体表现稳健, 21Q2 收入端略低于预期

2021H1 公司收入及净利润增速分别为 22.04%、31.23%, 拆分来看, 21Q1 收入及净利润分别同比增长 40.85%、26.92%, 收入实现高增原因之一为 21Q1 国窖开门任务目标提升, 且动销及库存表现均较往年更优秀; 21Q2 的收入及净利润分别同比增长 5.67%、36.10%, 其中收入表现略低于预期主因淡季停货挺价 (国窖专营公司 4 月底发布停止接受订单和停止发货通知), 而利润超预期主因结构升级、费用率下降叠加去年利润率高基数 (疫情影响费用投放)。

产品方面——结构升级持续。21H1 中高档酒类 (国窖 1573、特曲、窖龄酒等)、其他酒类分别实现收入 82.18、9.77 亿元, 同比变动 23.45%、7.51%, 收入占比分别较去年同期变动 1.39、-1.39 个百分点至 89.38%、10.62%; 吨价分别为 57.66、3.97 万元/吨, 受益于中高档酒收入占比提升, 公司盈利能力整体表现向好;

渠道方面——21H1 传统渠道运营模式、新兴渠道运营模式分别同比增长 19.03%、84.71%至 86.63、5.32 亿元, 其中新兴渠道运营模式同比增长 1.98pct 至 5.78%。

在公司品牌力不断提升背景下, 2021H1 预收款 (合同负债+其他流动负债) 为 15.91 亿元, 环比 21Q1 下降 3.19 亿元, 同比上升 9.32 亿元, 预收款表现优秀。

□ 结构升级叠加费用率下降推动盈利能力稳步提升

2021H1 公司毛利率及净利率分别为 85.67%、45.79%, 分别较去年同期上升 3.83、3.55 个百分点, 其中 2021Q2 公司毛利率及净利率分别为 85.24%、48.37%, 分别较去年同期上升 7.77、11.66 个百分点, 公司盈利能力稳步提升主因: 1) 结构上移推升吨价; 2) 费用率整体下行。2021H1 公司销售费用率下降 1.87 个百分点至 12.70%, 管理费用率下降 0.02 个百分点至 5.11%; 2021Q2 公司销售费用率下降 3.55 个百分点至 11.79%, 管理费用率提升 0.77 个百分点至 6.13%。现金流方面, 21H1 公司经营活动现金净流量为 27.38 亿元, 同比增长 275.71%。

□ 领导顺利换届, 向 15%的收入目标前行

2021 年为公司十四五开局之年, 亦为公司领导班子第二个五年任期起点, 考虑到: 泸州老窖价位带布局较为均匀, 高端酒及次高端酒将尽享扩容红利, 而低档酒产品结构加速升级, 收入及利润均具较强弹性; 薪酬改革落地 (4 月公司披露高管薪酬管理办法, 适用人员包括总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书等高管, 利于激发管理层活力), 高管团队薪酬市场化推进得到定调; 董事会顺利换届, 一线骨干重用年轻化人才, 预计 15%的收入目标达成概率高。另外, 十四五公司将坚持 “136” 战略——即坚定 1 个发展目标 (坚定重回中国白酒行业 “前三” 目标); 坚

评级

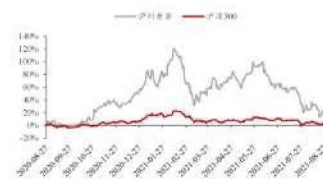
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥169.38

单季度业绩

元/股

3Q/2020	1.09
4Q/2020	0.81
1Q/2021	1.48
2Q/2021	1.41



公司简介

泸州老窖为高端白酒, 公司实施 “双品牌塑造, 多品牌运作” 的品牌战略。

相关报告

《泸州老窖业绩点评报告: 业绩符合预期, 薪酬改革落地助发展 (20210429)》

《泸州老窖业绩点评报告: 国窖势能持续释放, 利润表现略超预期》(20210329)

《泸州老窖动态跟踪报告: 尽享高端酒扩容红利, 国窖十四五冲刺 300 亿》(20201216)

《国窖表现亮眼, 利润端超预期——泸州老窖业绩点评报告》(20201029)

持 3 大发展原则（一是坚持品牌引领，全力提升中国名酒品牌价值。二是坚持品质立基，全力打造世界名酒核心产区。三是坚持文化铸魂，全力建设中华酒文化朝圣之地）；建设“六位一体”泸州老窖（建设品牌/品质/文化/创新/数智/和谐泸州老窖）。

□ 盈利预测及估值

预计 2021~2023 年公司收入增速分别为 23.5%、23.4%、16.0%；净利润增速分别为 30.8%、25.9%、18.3%；EPS 分别为 5.4、6.8、8.0 元/股。目前对应 2021 年估值 33 倍，维持买入评级。

催化剂：白酒需求恢复超预期，批价持续上行。

风险提示：1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；2、国窖批价上涨不及预期。

财务摘要

（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	16653	20560	25373	29427
(+/-)	5.3%	23.5%	23.4%	16.0%
净利润	6006	7857	9890	11697
(+/-)	29.4%	30.8%	25.9%	18.3%
每股收益（元）	4.1	5.4	6.8	8.0
P/E	43.2	33.0	26.2	22.2

表附录：三报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	19890	16877	17708	20467	营业收入	16653	20560	25373	29427
现金	11625	11287	11399	13948	营业成本	2823	2450	2383	2387
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	2224	2614	3261	3818
应收账款	2	14	16	14	营业费用	3091	4009	5328	6180
其它应收款	126	173	196	232	管理费用	844	1234	1522	1766
预付账款	75	100	93	85	研发费用	86	106	131	152
存货	4696	3228	3311	3476	财务费用	(132)	(37)	(88)	(118)
其他	3367	2075	2692	2712	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	15120	20413	26045	31499	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	92	31	41	投资净收益	201	201	201	201
长期投资	2478	2266	2325	2356	其他经营收益	40	41	45	42
固定资产	6886	12046	16786	21125	营业利润	7959	10427	13081	15487
无形资产	2657	3452	4514	5901	营业外收支	(20)	(21)	(23)	(22)
在建工程	2012	1610	1288	1030	利润总额	7939	10405	13058	15466
其他	1087	947	1102	1045	所得税	1981	2551	3195	3811
资产总计	35009	37290	43754	51967	净利润	5959	7855	9863	11654
流动负债	7748	7677	8176	8339	少数股东损益	(47.2)	(2.1)	(26.7)	(42.3)
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	6006	7857	9890	11697
应付款项	2726	2295	2244	2262	EBITDA	8074	11000	13911	16621
预收账款	0	1815	1947	1618	EPS (最新摊薄)	4.1	5.4	6.8	8.0
其他	5022	3567	3985	4458	主要财务比率				
非流动负债	4080	1581	687	87	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	4080	1581	687	87	营业收入增长率	5.3%	23.5%	23.4%	16.0%
负债合计	11827	9258	8863	8426	营业利润增长率	30.1%	31.0%	25.5%	18.4%
少数股东权益	107	105	78	36	归属于母公司净利	29.4%	30.8%	25.9%	18.3%
归属母公司股东权	23075	27927	34813	43505	获利能力				
负债和股东权益	35009	37290	43754	51967	毛利率	83.0%	88.1%	90.6%	91.9%
现金流量表					净利率	35.8%	38.2%	38.9%	39.6%
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	ROE	28.1%	30.7%	31.4%	29.8%
经营活动现金流	4916	11036	10159	12636	ROIC	25.2%	28.0%	28.1%	26.5%
净利润	5959	7855	9863	11654	偿债能力				
折旧摊销	309	625	967	1304	资产负债率	33.8%	24.8%	20.3%	16.2%
财务费用	(132)	(37)	(88)	(118)	净负债比率	0.6%	0.3%	0.4%	0.5%
投资损失	(201)	(201)	(201)	(201)	流动比率	2.6	2.2	2.2	2.5
营运资金变动	230	1193	(147)	107	速动比率	2.0	1.8	1.8	2.0
其它	(1248)	1602	(234)	(110)	营运能力				
投资活动现金流	(2174)	(5881)	(6241)	(6606)	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(123)	(5369)	(5369)	(5369)	应收账款周转率	1682.0	2656.4	1676.6	1952.1
长期投资	(247)	119	3	(42)	应付账款周转率	1.3	1.0	1.1	1.1
其他	(1805)	(632)	(875)	(1196)	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(917)	(5493)	(3805)	(3481)	每股收益(最新摊)	4.1	5.4	6.8	8.0
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最	3.4	7.5	6.9	8.6
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	15.8	19.1	23.8	29.7
其他	(917)	(5493)	(3805)	(3481)	估值比率				
现金净增加额	1825	(338)	113	2549	P/E	43.2	33.0	26.2	22.2
					P/B	11.2	9.3	7.5	6.0
					EV/EBITDA	14.3	22.6	17.8	14.8

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>