



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

泸州老窖 (000568): 净利润增速亮眼, 现金流回归良性

2021年9月2日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

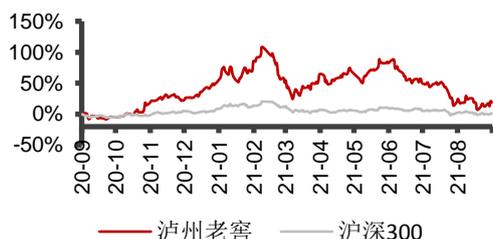
公司评级

当前价格(元):	179.11
上次评级:	推荐
本次评级:	推荐

公司基本数据

总股本(亿股):	14.65
流通股本(亿股):	14.64
流通A股市值(亿元):	2623
每股净资产(元):	16.59
资产负债率(%):	34.78

泸州老窖与沪深300涨跌幅走势图



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 1、茅关注高端、次高端白酒扩容, 把握啤酒龙头利润释放-食品饮料 2021 年中期策略
- 2、五粮液 (000858): 持续稳增长, 未来高质量发展可期 20210429
- 3、贵州茅台 (600519): 2020 年圆满完成目标, 稀缺性带动后续成长 20210402

内容提要:

泸州老窖发布2021年半年报,公司上半年实现营业总收入93.17亿元,同增22.04%,归母净利润42.26亿元,同增31.23%,扣非归母净利润42.09亿元,同增30.14%,其中二季度实现营业总收入43.13亿元,同增5.67%,归母净利润20.60亿元,同增36.10%,收入增速略低于预期,业绩增速亮眼。

产品结构持续提升, 现金流质量回归良性。公司上半年业绩实现稳中较快增长, 由于高端白酒国窖跟随五粮液价格采取控货挺价且低端白酒仍在调整, 二季度营收增速略低于预期。分产品看, 公司中高档酒上半年实现营收82.18亿元, 同增23.45%, 其中销售量增长6.3%, 吨价上涨16.1%, 吨价上涨明显主要由于国窖价格稳中有升、特曲提价进入300元价格带。公司其他酒类上半年实现营收9.8亿元, 同增7.5%, 其中销售量下滑29.1%, 吨价则显著增长51.7%, 主要由于公司正在针对头曲、二曲及高光产品线进行改革调整。上半年公司销售回款44.1亿元, 同增23.3%, 经营现金流净额27.4亿元, 同增275.7%, 疫情稳定下回款、现金流回归良性常态。

毛利率提升, 销售费用率下降, 盈利能力提升。2021年上半年公司酒类毛利率为86.0%, 同增4.0个百分点, 主要由于产品价格提升且产品结构不断上移所致。公司上半年期间费用率为16.7%, 同比下降1.6个百分点, 其中销售费用率低基数下同比下降1.9个百分点至12.7%, 主要系广告宣传费投放减少影响所致, 管理费用率上升0.2个百分点至4.9%, 财务费用率-1.3%, 同比小幅上升0.04个百分点。由于毛利率提升、费用率下降, 公司上半年归母净利率提升3.18个百分点至45.4%, 其中二季度大幅提升10.9个百分点至47.8%。

投资建议: 公司在本轮行业繁荣期率先进行改革, 目前产品力、渠道力持续提升, 战略大单品加速成长, 盈利能力有望不断提升。我们预计公司2021-23年EPS分别为5.05、6.31、7.77元, 维持“推荐”评级。

风险提示: 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。

事件：泸州老窖发布2021年半年报，公司上半年实现营业总收入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%，扣非归母净利润42.09亿元，同比增长30.14%，其中二季度实现营业总收入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%，由于高端白酒国窖跟随五粮液价格采取控货挺价且低端白酒仍在调整，收入增速略低于预期，业绩增速亮眼。

产品结构持续提升，现金流质量回归良性。分产品看，公司中高档酒（国窖、窖龄、特曲）上半年实现营收82.18亿元，同比增长23.45%，其中销售量增长6.3%，吨价上涨16.1%，吨价上涨明显主要由于国窖价格稳中有升，目前一批价格基本稳定在910元/瓶，同时特曲持续提价进入300元价格带。中高档酒销售占比提升1.4个百分点至89.4%，产品结构进一步优化。公司其他酒类（头曲、二曲）上半年实现营收9.8亿元，同比增长7.5%，其中销售量大幅下滑29.1%，吨价则显著增长51.7%，主要由于公司正在针对头曲、二曲及高光产品线进行改革调整，成立大成浓香公司调整营销体系，并于今年4月对二曲进行升级。渠道方面，公司传统渠道、新兴渠道收入增速分别为19.03%、84.71%，虽然新兴渠道收入占比仅为5.8%，但我们认为公司积极与电商平台、自媒体、网络主播等建立合作关系，可进一步推进“年轻化”战略，实现差异化竞争。

预收、回款及现金流方面，截至2021年6月末，公司合同负债14.1亿元，同比大幅增长139.4%，一方面由于低基数，另一方面体现出渠道信心。上半年公司销售回款44.1亿元，同比增长23.3%，经营现金流净额27.4亿元，同比增长275.7%，疫情稳定下回款、现金流回归良性常态。

毛利率提升，销售费用率下降，盈利能力提升。2021年上半年公司酒类毛利率为86.0%，同增4.0个百分点，主要由于产品价格提升且产品结构不断上移所致，其中传统渠道、新兴渠道增速毛利率分别为86.5%、77.9%，分别同比增长4.2、4.2个百分点。公司上半年期间费用率为16.7%，同比下降1.6个百分点，其中销售费用率低基数下同比下降1.9个百分点至12.7%，主要系广告宣传费投放减少影响所致，管理费用率上升0.2个百分点至4.9%，财务费用率-1.3%，同比小幅上升0.04个百分点。由于毛利率提升、费用率下降，公司上半年归母净利率提升3.2个百分点至45.4%，其中二季度大幅提升10.9个百分点至47.8%。

全年大概率超额完成营收目标，中长期发展布局清晰。年初公司制定了力争实现营业收入同比增长不低于15%的目标，下半年收入达98.34亿元（同比提升9%）即可达成。目前，通过控货挺价，国窖批价持续跟随五粮液稳步上涨，且回款预计已达80%以上，库存维持同比较低水平，仍将是下半年的核心业绩增长动力。特曲方面，公司正在着力提升品牌形象，提升价格至次高端，短期不以销量增长为首要目标，但市场接受度在不断提升，可期待中秋国庆旺季表现。综上，我们认为公司大概率能超额完成营收增长目标。中长期来看，公司围绕“扬优势、补短板、提质量、壮实力、谋复兴”的发展思路制定十四五战略规划，“双品牌、三品系、大单品”品牌发展布局清晰，年轻化、国际化、时尚化发展方向明确且具有差异化，有望在国窖良好的发展势头带动下加速提升中高端产品竞争力，从而提供中长期增长动力。

投资建议：公司在本轮行业繁荣期率先进行改革，目前产品力、渠道力持续提升，战略大单品加速成长，盈利能力有望不断提升。我们预计公司2021-23年EPS分别为5.05、6.31、7.77元，维持“推荐”评级。

表：重点指标预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	16652.85	19535.00	24281.00	29501.00
增长率	5.28%	17.31%	24.29%	21.50%
归母净利（百万元）	6005.72	7395.20	9247.09	11378.12
增长率	29.38%	23.14%	25.04%	23.05%
每股收益（元）	4.10	5.05	6.31	7.77
市盈率（P/E）	55.16	35.48	28.37	23.06

资料来源：携宁、Wind，国开证券研究与发展部

注：收盘价格日期为2021年9月2日，2021-2023年业绩为作者预测值。

风险提示：内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内外二级市场系统性风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；其他黑天鹅事件。

盈利预测:

报表预测		单位: 百万元			
资产负债表					
	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	11625	21683	31220	45326	
应收账款及应收票据	2	11	13	16	
存货	4696	3757	4440	4946	
其他流动资产	3493	3207	3992	4825	
流动资产合计	19890	28807	39845	55322	
固定资产合计	6887	2911	2446	1088	
资产总计	35009	41180	49360	59049	
应付票据及应付账款	2726	2123	2565	2990	
应付职工薪酬	505	537	684	840	
应交税费	2046	2344	2914	3540	
其他流动负债	2471	3818	4692	5598	
流动负债合计	7748	8822	10855	12968	
负债合计	11827	12903	14936	17049	
归属于母公司的所有者权益	23075	28170	34317	41893	
少数股东权益	107	107	107	107	
股东权益	23182	28277	34424	42000	
负债及股东权益	35009	41180	49360	59049	
现金流量表					
	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流净额	4916	13912	14653	19351	
投资活动现金流净额	-2174	-1396	-2399	-5965	
筹资活动现金流净额	-917	-2459	-3260	-3960	
现金净流量	1816	10058	8995	9426	

利润表		单位: 百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	16653	19535	24281	29501	
营业成本	2823	2981	3601	4198	
毛利	13829	16554	20680	25303	
毛利率	83%	85%	85%	86%	
税金及附加	2224	2598	3229	3924	
税金及附加/营业收入	13%	13%	13%	13%	
销售费用	3091	3321	4201	5163	
销售费用率	19%	17%	17%	18%	
管理费用	844	977	1214	1475	
管理费用率	5%	5%	5%	5%	
研发费用	86	88	121	148	
研发费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	
财务费用	-132	-7	-105	-223	
财务费用率	-0.8%	0.0%	-0.4%	-0.8%	
营业利润	7959	9870	12359	15201	
营业利润/营业收入	48%	51%	51%	52%	
利润总额	7939	9860	12329	15171	
利润总额/营业收入	48%	50%	51%	51%	
所得税费用	1981	2465	3082	3793	
净利润	5959	7395	9247	11378	
归母净利润	6006	7395	9247	11378	

基本指标		2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)		4.10	5.05	6.31	7.77
BVPS (元)		15.75	19.23	23.43	28.60
PE (倍)		55.16	35.48	28.37	23.06
PEG		1.88	1.53	1.13	1.00
PB (倍)		14.36	9.31	7.64	6.26
EV/EBITDA		40.84	17.19	13.72	10.29
ROE		26%	26%	27%	27%

数据来源: 携宁、wind, 国开证券研究与发展部

注: 收盘价格日期为2021年9月2日, 2021-2023年业绩为作者预测值。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层