

2019年04月25日

国窖引擎继续发力，品牌复兴步伐坚定
买入（维持）

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	13,055	16,115	18,841	21,120
同比（%）	25.6%	23.4%	16.9%	12.1%
归母净利润（百万元）	3,486	4,523	5,416	6,266
同比（%）	36.3%	29.8%	19.7%	15.7%
每股收益（元/股）	2.38	3.09	3.70	4.28
P/E（倍）	29.62	22.82	19.06	16.48

事件

公司发布 2018 年年报及 2019 年一季报：18 年实现营收 130.55 亿元（+25.6%），归母净利 34.86 亿元（+36.27%）。18Q4 单季实现营收 37.93 亿元（+21.76%），归母净利 7.35 亿元（+31.05%）。19Q1 单季实现营收 41.69 亿元（+23.72%），归母净利 15.15 亿元（+43.08%）。公司同时公告公开发行人公司债券议案，拟募集资金 40 亿元用于酿酒工程技改项目及信息管理系统智能化升级建设项目。

投资要点

■ **18 年业绩创新高**：18 年实现营收 130.55 亿元（+25.6%），归母净利润 34.86 亿（+36.27%），超额完成年度目标。分产品看，2018 年高/中/低档酒分别实现营收 63.78/36.75/28.07 亿元，同比分别 +37.21%/27.83%/8.3%。战略单品国窖 1573，作为核心引擎动力不减，保持高速增长目前体量已经超过上一轮周期高点，展望 2019，预计国窖销售口径过百亿目标合理，且预计完成情况较为良性。我们认为公司领导对行业判断清晰，战略思维前瞻，且对市场有丰富的运作经验，把握行业机遇，坚决升品牌、扩市场、稳架构、健康行、抓机遇，将带动公司品牌复兴。2018 年公司毛利率 77.5%（+5.6pct），分产品看，高/中/低端酒毛利率分别为 91.8%/79.7%/42.5%，同比提 0.62pct/7.29pct/21.96pct，提价缩费贡献毛利率提升。18 年销售费用率 26%，同增 2.8pct，主要是为提升品牌影响力，广告宣传、市场促销投入同比提升 7.6 亿（+40.5%），公司 2018 年多项品牌投入加大；18 年管理费用率（含研发）同比提升 0.5pct 至 6%，主要是公司规模扩容、人员增加，计提绩效工资和奖金导致职工薪酬同比增加 96%；利息收入增加导致 18 年财务费用同降 1.1 亿元。

■ **19Q1 良性增长，4 月挺价节奏不减**：提价驱动老窖 19Q1 毛利率同比 4.49pct 至 79.2%，Q1 销/管费用率分别同降 1.3/0.3pct，综上提价缩费驱动 19Q1 净利率提升 4.3pct。根据草根调研，为稳定价盘，公司自 19 年 1 月起陆续对西南、甘青、海南等地停货，国窖 1573 挺价，零售价进入千元价格带，国窖 1573 春节期间在众多中高端品牌中价盘稳定。公司在渠道良性程度上表现突出，渠道价格逐步理顺。2 月起陆续恢复发货，部分市场仍暂缓接单，体现公司根据市场情况巩固价盘的决心。4 月控货挺价仍为主旋律，国窖 1573 批价回升，库存较低，公司连续发文宣布上调窖龄 90 年产品、特曲产品各度数结算价；特曲 60 版 19H1 计划配额已提前执行完，4 月 25 日，公司发文暂停特曲 60 版订单接收及发运。公司提价节奏与五粮液相辅相成，品牌形象打造意愿坚定。伴随公司积极挺价，全年业绩确定性较强。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	70.48
一年最低/最高价	35.05/73.50
市净率(倍)	5.56
流通 A 股市值(百万元)	102908.22

基础数据

每股净资产(元)	12.67
资产负债率(%)	21.61
总股本(百万股)	1464.75
流通 A 股(百万股)	1460.11

相关研究

- 1、《泸州老窖 (000568)：Q3 环比加速，多因素助力良性可持续增长》2018-10-29
- 2、《泸州老窖 (000568)：头部腰部齐发力，品牌复兴在路上》2018-08-28
- 3、《高端酒驱动收入重回百亿，18 年迎来战略冲刺期》2018-04-11

技改扩大规模。18年末在建工程期末余额较期初余额增加 14.33 亿元,增幅 91.45%,酿酒工程技改项目按计划有序推进,工程投入逐年增多。公司公告拟发行债券募集资金 40 亿元,扣除发行费用后,拟投资 40.7 亿元于酿酒工程技改(二期),7.2 亿元于信息系统智能化升级,3.8 亿元于黄舣酿酒基地项目。公司 16 年启动技改项目,原计划 74 亿元技改项目在 2020 年完成一期项目,2025 年完成二期,投产后基地产能包括优质基酒 10 万吨,曲药 10 万吨,储酒 30 万吨的。一期项目投入约 33.4 亿元,目前累计投入 23.6 亿元,一期工程进度约 71%,乐观来看,19 年有望投产。二期募集资金在即,技改项目推进整体符合预期,为公司产能扩充提供充足后方保障。

盈利预测与投资评级:预计 19-21 年收入分别为 161/188/211 亿,同比+23/17/12%;归母净利润分别为 45/54/63 亿,同比+30/20/16%;PE 为 23/19/16X,维持“买入”评级。

风险提示:宏观经济波动,中高端酒需求回落风险。

泸州老窖三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	15494	20392	23787	29291	营业收入	13055	16115	18841	21120
现金	9367	12127	15546	19571	减:营业成本	2934	3368	3842	4086
应收账款	10	12	14	16	营业税金及附加	1606	1982	2317	2598
存货	3230	3706	4206	4208	营业费用	3393	4222	4842	5386
其他流动资产	2886	4547	4022	5496	管理费用	722	889	1036	1155
非流动资产	7110	8083	8821	9360	财务费用	-215	-175	-244	-326
长期股权投资	2091	2541	2962	3368	资产减值损失	-2	0	0	0
固定资产	1030	1930	2558	2951	加:投资净收益	98	190	163	147
在建工程	3000	2637	2339	2091	其他收益	0	0	0	0
无形资产	232	218	205	192	营业利润	4677	6019	7210	8369
其他非流动资产	757	757	757	757	加:营业外净收支	-18	3	-5	-4
资产总计	22605	28474	32608	38651	利润总额	4659	6021	7205	8366
流动负债	5415	6663	6406	7173	减:所得税费用	1148	1399	1712	2005
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	25	99	78	95
应付账款	1292	1041	1620	1210	归属母公司净利润	3486	4523	5416	6266
其他流动负债	4123	5622	4785	5963	EBIT	4378	5699	6790	7839
非流动负债	65	65	65	65	EBITDA	4542	5890	7099	8247
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	65	65	65	65	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	5481	6728	6471	7238	每股收益(元)	2.38	3.09	3.70	4.28
少数股东权益	160	258	336	431	每股净资产(元)	11.58	14.67	17.61	21.15
归属母公司股东权益	16965	21488	25801	30982	发行在外股份(百万股)	1465	1465	1465	1465
负债和股东权益	22605	28474	32608	38651	ROIC(%)	19.4%	20.3%	20.0%	19.2%
					ROE(%)	20.5%	21.3%	21.0%	20.2%
					毛利率(%)	77.5%	79.1%	79.6%	80.7%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	26.7%	28.1%	28.7%	29.7%
经营活动现金流	4298	3558	5160	5585	资产负债率(%)	24.2%	23.6%	19.8%	18.7%
投资活动现金流	-1465	-974	-883	-801	收入增长率(%)	25.6%	23.4%	16.9%	12.1%
筹资活动现金流	-1917	175	-858	-759	净利润增长率(%)	36.3%	29.8%	19.7%	15.7%
现金净增加额	917	2759	3419	4025	P/E	29.62	22.82	19.06	16.48
折旧和摊销	164	191	308	408	P/B	6.09	4.80	4.00	3.33
资本开支	1468	523	316	133	EV/EBITDA	20.71	15.52	12.40	10.20
营运资本变动	671	-890	-234	-711					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

