

# 2018 营收创新高，火力全开，冲锋 2019

年报点评报告

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

王言海(联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

## ● 事件:

公司发布 2018 年年报, 全年实现营收 130.55 亿元, 同增 25.60%; 归母净利润 34.86 亿元, 同增 36.27%, 拟每 10 股派发现金红利 15.50 元, 力争 2019 年营收同增 15%-25%。公司同时公布 2019 年一季报, 19Q1 实现营收 41.69 亿元, 同增 23.72%; 归母净利润 15.15 亿元, 同增 43.08%。

## ● 2018 营收创历史新高, 2019 火力全开 Q1 业绩超预期:

2018 年公司实现营收 130.55 亿元, 突破 2012 年高位创历史新高。2019 年是公司“十三五”战略冲刺期的决胜年, 全速冲刺“重回前三”目标, 2019Q1 实现营收 41.69 亿元, 同增 23.72%, 归母净利润 15.15 亿元, 同增 43.08%, 大超市场预期。2018 年末预收账款为 16.04 亿元, 同比下降 18.03%; 2019Q1 预收账款为 12.86 亿元, 环比降低 3.18 亿元, 同比下降 7.37%, 系受 2019 年 1 月公司“控量稳价”政策影响, 瑕不掩瑜。预计在 2019 年基建投资等拉动下, 公司将受益经济企稳与竞争品牌提价, 基于决胜 2019 指引, 预计全年营收可保持 20% 以上增速, 利润增速更高。

## ● 条码瘦身升品牌, “双 124” 工程做服务, “东进南图” 拓增量:

纵观 2018 年, 高档酒类实现营收 63.78 亿元, 同增 37.21%, 占比 48.85%; 中档酒类实现营收 36.75 亿元, 同增 27.83%, 占比 28.15%; 低档酒类实现营收 28.07 亿元, 同增 8.30%, 占比 21.50%。主要受益于公司坚持“国窖 1573”“泸州老窖”双品牌驱动战略, 删减产品条码幅度超过 90%, 战略聚焦五大单品, 持续推进产品线瘦身计划, 以双 124 工程、“国窖荟”为抓手, 深度服务核心消费者、核心终端, 同时实施“东进南图”工程, 在稳固西南、华北等“粮仓市场”基础上, 破局华东、华南, 如在华东等地组建 190 家品牌形象店, 以点带面拓增量。

## ● 毛利率及净利率提升, 期间费用率阶段性上升:

受益产品结构提升, 公司 2018 年实现毛利率 77.53%, 提升 5.60pct; 实现净利率 26.89%, 提升 1.86pct。期间费用率 30.35%, 阶段性上升 2.70pct, 其中, 销售费用率 25.99%, 主要受品牌广宣费用提升及促销力度加大影响, 上升 2.79pct; 管理费用率为 6.01%, 主要系公司规模扩大, 如销售等人员增加 1000 余名, 计提的员工绩效工资和奖金增加, 以致上升 0.53pct。

## ● 盈利预测与估值:

预计公司 2019~2021 年实现归母净利 46.01/58.07/71.56 亿元, 同比增长 32.0%/26.2%/23.2%, 对应 EPS 为 3.14/3.96/4.89 元。当前股价对应 2018~2020 年的 PE 为 22.4/17.8/14.4 倍, 公司立足高端, 坚持双品牌战略, 适逢 2019 业绩冲刺年, 预计公司业绩将保持较快发展, 维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** 宏观经济走弱及高端白酒需求下降风险, 竞争加剧导致费用率大增, 区域拓展不达预期, 食品安全风险等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10395	13,055	16,319	20,114	24,364
增长率(%)	25.2	25.6	25.0	23.3	21.1
净利润(百万元)	2558	3,486	4,601	5,807	7,156
增长率(%)	32.7	36.3	32.0	26.2	23.2
毛利率(%)	71.9	77.5	78.6	79.3	79.8
净利率(%)	24.6	26.7	28.2	28.9	29.4
ROE(%)	17.0	20.5	24.0	24.8	24.8
EPS(摊薄/元)	1.75	2.38	3.14	3.96	4.89
P/E(倍)	40.4	29.6	22.4	17.8	14.4
P/B(倍)	6.8	6.1	5.4	4.4	3.6

## 强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.04.25

收盘价(元):	70.48
一年最低/最高(元):	35.05/73.5
总股本(亿股):	14.65
总市值(亿元):	1,032.36
流通股本(亿股):	14.6
流通市值(亿元):	1,029.08
近 3 月换手率:	63.58%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	10.17	42.4	11.88
绝对	15.48	66.19	14.84

## 相关报告

《浓香鼻祖, 双轮驱动, 国窖增长稳健, 特曲、窖龄趋势向上》2018-07-23

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	14269	15494	18421	21552	27752	<b>营业收入</b>	<b>10395</b>	<b>13055</b>	<b>16319</b>	<b>20114</b>	<b>24364</b>
现金	8450	9367	10867	10301	12905	营业成本	2918	2934	3496	4164	4921
应收账款	8	10	13	16	19	营业税金及附加	1335	1606	2007	2474	2997
其他应收款	221	137	311	241	427	营业费用	2412	3393	4080	4928	5847
预付账款	198	137	282	235	391	管理费用	569	722	865	1046	1243
存货	<b>2812</b>	<b>3230</b>	<b>3012</b>	<b>4229</b>	<b>4184</b>	财务费用	-107	-215	-155	-135	-117
其他流动资产	2580	2613	3937	6531	9826	资产减值损失	0	-2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	5487	7110	8129	9100	10072	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	1825	2091	2541	2962	3368	投资净收益	138	98	190	163	147
固定资产	1130	1030	1961	2735	3391	<b>营业利润</b>	<b>3428</b>	<b>4677</b>	<b>6240</b>	<b>7824</b>	<b>9644</b>
无形资产	231	232	218	205	192	营业外收入	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>
其他非流动资产	<b>2301</b>	<b>3758</b>	<b>3410</b>	<b>3198</b>	<b>3121</b>	营业外支出	20	50	33	39	35
<b>资产总计</b>	<b>19756</b>	<b>22605</b>	<b>26550</b>	<b>30652</b>	<b>37824</b>	<b>利润总额</b>	<b>3434</b>	<b>4659</b>	<b>6239</b>	<b>7817</b>	<b>9639</b>
<b>流动负债</b>	4367	5415	6930	6812	8514	所得税	<b>832</b>	<b>1148</b>	<b>1538</b>	<b>1927</b>	<b>2376</b>
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>2602</b>	<b>3510</b>	<b>4701</b>	<b>5890</b>	<b>7264</b>
应付账款	741	1292	1130	1755	1655	少数股东损益	<b>44</b>	<b>25</b>	<b>100</b>	<b>83</b>	<b>108</b>
其他流动负债	<b>3627</b>	<b>4123</b>	<b>5800</b>	<b>5057</b>	<b>6859</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2558</b>	<b>3486</b>	<b>4601</b>	<b>5807</b>	<b>7156</b>
<b>非流动负债</b>	76	65	65	65	65	EBITDA	<b>3350</b>	<b>4542</b>	<b>6128</b>	<b>7821</b>	<b>9740</b>
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.75	2.38	3.14	3.96	4.89
其他非流动负债	<b>76</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4443</b>	<b>5481</b>	<b>6995</b>	<b>6877</b>	<b>8579</b>	主要财务比率					
少数股东权益	141	160	260	343	451	<b>成长能力</b>					
股本	1465	1465	1465	1465	1465	营业收入(%)	25.2	25.6	25.0	23.3	21.1
资本公积	3544	3717	3717	3717	3717	营业利润(%)	35.0	36.4	33.4	25.4	23.3
留存收益	9992	11647	13025	14833	17072	归属于母公司净利润(%)	32.7	36.3	32.0	26.2	23.2
归属母公司股东权益	15171	16965	19295	23432	28793	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>19756</b>	<b>22605</b>	<b>26550</b>	<b>30652</b>	<b>37824</b>	毛利率(%)	71.9	77.5	78.6	79.3	79.8
						净利率(%)	24.6	26.7	28.2	28.9	29.4
						ROE(%)	17.0	20.5	24.0	24.8	24.8
						ROIC(%)	15.9	19.4	23.2	24.1	24.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	22.5	24.2	26.3	22.4	22.7
						净负债比率(%)	-55.2	(54.7)	(55.6)	(43.3)	-44.1
						流动比率	3.3	2.9	2.7	3.2	3.3
						速动比率	2.6	2.3	2.2	2.5	2.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	1745.9	1423.5	1423.5	1423.5	1423.5
						应付账款周转率	4.8	2.9	2.9	2.9	2.9
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.75	2.38	3.14	3.96	4.89
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.37	2.78	3.17	1.43	3.79
						每股净资产(最新摊薄)	10.36	11.58	13.17	16.00	19.66
						<b>估值比率</b>					
						P/E	40.36	29.62	22.44	17.78	14.43
						P/B	6.80	6.09	5.35	4.41	3.59
						EV/EBITDA	28.35	20.7	15.1	11.9	9.3

  

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	3693	4298	4637	2098	5556
净利润	2602	3510	4701	5890	7264
折旧摊销	169	164	193	321	448
财务费用	-107	-215	-155	-135	-117
投资损失	-138	-98	-190	-163	-147
营运资金变动	1075	671	88	-3815	-1893
其他经营现金流	92	266	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1396	-1465	-1022	-1130	-1273
资本支出	<b>1416</b>	<b>1468</b>	<b>569</b>	<b>550</b>	<b>566</b>
长期投资	0	-17	-450	-408	-406
其他投资现金流	20	-14	-902	-988	-1114
<b>筹资活动现金流</b>	1326	-1917	-2116	-1535	-1678
短期借款	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	63	0	0	0	0
资本公积增加	2892	173	0	0	0
其他筹资现金流	<b>-1628</b>	<b>-2090</b>	<b>-2116</b>	<b>-1535</b>	<b>-1678</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>3623</b>	<b>917</b>	<b>1500</b>	<b>-566</b>	<b>2605</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>