

高端初步放量，泸州老窖厚积薄发进行时

——泸州老窖（000568）2018&2019Q1 财报点评

2019年04月30日

强烈推荐/上调

泸州老窖

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年报和 2019 年一季报，2018 全年实现营业总收入 130.55 亿元，同比增长 25.60%；归母净利润 34.86 亿元，同比增长 36.28%。2019Q1 实现营业总收入 41.69 亿元，同比增长 23.72%；归母净利润 15.15 亿元，同比增长 43.06%。
- **营收符合预期，高端初步放量，中端持续发力，实现双轮驱动。**公司 18 全年营收突破 130 亿元，超越 2012 年的最好成绩，实现自上市以来的新高，2018 年公司营收实现年初计划的 100.35%，归母净利完成计划的 104.91%，超额完成目标，2019 年公司力争实现营收增长 15%-25%，业绩增长有可持续性。高端酒营收增长 37.21%，占酒类营收比例为 48.85%，同增 4.13pct.，增速迅猛。2018 年作为高端大单品的国窖 1573 除去年份酒定价之外，并无实质性涨价动作，我们认为高端酒的增长大部分系国窖 1573 在全国实现了初步放量贡献，尤其是华东和华南地区新市场的开拓以及华北和西南的渠道深耕，带来了增量的释放和存量的结构性改善。中端产品紧随其后，实现 27.83% 的增长，大单品老窖特曲经过半年的实践，全国范围内已经在 200-400 元价格带上站稳脚跟，未来在中高端两个维度上，泸州老窖有望实现双轮驱动下的业绩持续增长，19Q1 归母净利的高增也持续验证了我们对于老窖高毛利中高端单品持续放量趋势的预测。
- **归母净利超预期，控费决心彰显。**2018、2019Q1 公司归母净利分别实现 36.28%、43.06% 的增长，超出预期，也体现了公司对于费用强大的控制能力以及 2019 年贯彻不增加销售费用的定力。18 全年公司期间费用率 29.87%，同增 2.22pct.。拆分费用，18 年公司销售费用率 25.99%，同增 2.79pct.，管理费用率 5.53%，同增 0.06pct.。其中，广告宣传费及市场拓展费用 26.42 亿元，同增 40.53%，系公司为了提升品牌影响力促进销售，本期继续加大广告宣传和市场营销力度影响所致。公司管理层在不同场合不止一次明确表态 2019 年不准备增加销售费用，我们认为在前期投放费用的惯性下，19 年公司销售费用会有 10%-15% 的增长，控费效果将在归母净利上逐步体现。
- **终端动销良好，1573 价格跟随策略顺利进行，特曲窖龄价格基本平稳。**根据草根调研反馈，最近一个月，或受到五粮液提价预期影响，国窖 1573 终端价格略有上移，在 860-900 元之间，批价由三月底的 715 元上下回升至 750 元上下，经销商库存小于两个月，促销活动持续进行，实际成交价基本在终端价上下，没有太大波动。特曲和窖龄系列终端价华北地区略有上移，全国平稳。从文化支撑到高端放量，特曲+1573 的逻辑持续兑现。我们认为，泸州老窖特曲的推广，不仅仅是在中端价格带（200-400 元）上寻求“单品锚点”，还兼具战略性，即泸州老窖品牌力的提升，为国窖 1573 打牢进一步放量的品牌基础，为特曲和窖龄扩展中端次高端两个市场受众人群寻求可能，二者相互循环促进，最终推高老窖的品牌力，一步一个脚印实现营收和公司价值的增长。我们将持续关注老窖依托特曲的品牌文化建设情况。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,394.8	13,055.4	16,171.8	20,270.4	25,418.6
增长率（%）	25.18%	25.60%	23.87%	25.34%	25.40%
净利润（百万元）	2,602.02	3,510.47	4,430.71	5,958.36	7,802.85
增长率（%）	33.46%	34.91%	26.21%	34.48%	30.96%
净资产收益率（%）	16.86%	20.55%	23.37%	27.54%	31.04%
每股收益（元）	1.80	2.38	3.00	4.05	5.31
PE	41.95	31.69	25.11	18.65	14.21
PB	7.28	6.51	5.87	5.14	4.41

敬请参阅报告结尾处的免责声明

首席分析师 刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

交易数据

52 周股价区间（元）	69.98-60.23
总市值（亿元）	1025.03
流通市值（亿元）	1021.78
总股本/流通 A 股（万股）	146475/146011
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.77

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《泸州老窖（000568）：营收稳步增长，毛利率持续提升》2018-04-27
- 2、《泸州老窖（000568）：产品挺价持续，业绩稳定增长》2017-10-27
- 3、《泸州老窖（000568）：高端酒快速增长带动利润率提升》2017-08-29
- 4、《泸州老窖（000568）：老窖发力，营收百亿》2017-08-16

东方财智 兴盛之源

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（股价为2019年4月29日收盘价）

- **盈利预测与评级：**预计公司 2019-2021 年公司实现收入 161.72/202.70/254.19 亿，同比增长 24%/25%/25%，实现净利润 44.31/59.58/78.03 亿元，同比增长 23%/28%/31%。基于公司业绩增长带来的估值溢价，我们认为公司价值被低估，19 年给予公司 28 倍估值，目标价格 88.76 元，上行空间 16%，上调至“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**国家政策的风险、食品安全的风险、价格波动的风险

公司盈利预测表

	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	14269	15494	20116	24545	30760	营业收入	10395	13055	16172	20270	25419				
货币资金	8450	9367	12374	15027	19147	营业成本	2918	2934	3634	4527	5329				
应收账款	8	10	13	16	20	营业税金及附加	1335	1606	1941	2432	3050				
其他应收款	221	137	169	212	266	营业费用	2412	3393	4203	4678	5850				
预付款项	198	137	166	137	141	管理费用	569	722	895	1041	1146				
存货	2812	3230	3752	4829	5593	财务费用		-215	-215	-151	-135				
其他流动资产	73	194	205	306	378	资产减值损失	0.45	-2.04	-0.36	-0.65	-1.01				
非流动资产合计	5487	7110	6217	5875	5479	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	1825	2091	1876	1931	1966	投资净收益	138.32	97.99	110.00	130.00	120.00				
固定资产	1130	1029	2207	2556	2516	营业利润	3428	4677	5825	7873	10300				
无形资产	231	232	209	186	162	营业外收入	25.89	31.23	20.00	30.00	40.00				
其他非流动资产	0	45	0	0	0	营业外支出	20.38	49.53	20.00	35.00	34.84				
资产总计	19756	22605	26253	30340	36159	利润总额	3434	4659	5825	7868	10305				
流动负债合计	4367	5415	7105	8476	10739	所得税	832	1148	1394	1909	2502				
短期借款	0	0	2087	2659	4252	净利润	2602	3510	4431	5958	7803				
应付账款	741	1292	1244	1758	1947	少数股东损益	44	25	30	33	29				
预收款项	1957	1604	2075	2097	2480	归属母公司净利润	2558	3486	4400	5925	7773				
一年内到期的非流动 负债	0	0	0	0	0	EBITDA	3713	4849	5932	8133	10598				
非流动负债合计	76	65	52	51	49	EPS (元)	1.80	2.38	3.00	4.05	5.31				
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
应付债券	0	0	0	0	0										
负债合计	4443	5481	7157	8527	10788	成长能力									
少数股东权益	141	160	190	223	252	营业收入增长	25.18%	25.60%	23.87%	25.34%	25.40%				
实收资本(或股本)	1465	1465	1465	1465	1465	营业利润增长	34.97%	36.43%	24.54%	35.16%	30.83%				
资本公积	3544	3717	3717	3717	3717	归属于母公司净利润增长	26.24%	36.27%	26.24%	34.65%	31.19%				
未分配利润	8527	10182	9998	9967	9784	获利能力									
归属母公司股东权益	15171	16965	18828	21513	25041	毛利率(%)	59.38%	71.93%	77.53%	77.67%	79.03%				
负债和所有者权益	19756	22605	26253	30340	36159	净利率(%)	25.03%	26.89%	27.40%	29.39%	30.70%				
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	21.12%	12.95%	15.42%	16.76%	19.53%				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	16.86%	20.55%	23.37%	27.54%	31.04%				
经营活动现金流	3693	4298	2439	5102	6553	偿债能力									
净利润	2602	3510	4431	5958	7803	资产负债率(%)	22%	24%	27%	28%	30%				
折旧摊销	392.14	386.96	0.00	411.08	433.33	流动比率									
财务费用	-107	-215	-215	-151	-135	速动比率									
应收账款减少	0	0	-2	-3	-4	营运能力									
预收帐款增加	0	0	471	21	383	总资产周转率	0.62	0.62	0.66	0.72	0.76				
投资活动现金流	-1396	-1465	658	73	84	应收账款周转率	1746	1424	1408	1419	1418				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.96	12.85	12.75	13.50	13.72				
长期股权投资减少	0	0	491	-55	-35	每股指标(元)									
投资收益	138	98	110	130	120	每股收益(最新摊薄)	1.80	2.38	3.00	4.05	5.31				
筹资活动现金流	1326	-1917	-89	-2522	-2517	每股净现金流(最新摊薄)	2.47	0.63	2.05	1.81	2.81				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.36	11.58	12.85	14.69	17.10				
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增加	63	0	0	0	0	P/E	41.95	31.69	25.11	18.65	14.21				
资本公积增加	2892	173	0	0	0	P/B	7.28	6.51	5.87	5.14	4.41				
现金净增加额	3623	916	3007	2653	4120	EV/EBITDA	27.48	20.85	16.89	12.06	9.02				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

单击此处输入文字。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。