

2019年04月26日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元) 81.52

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2019/04/25)	70.48		
深证成指(2019/04/25)	9907.62		
股价 12 个月高/低	73.5/35.05		
总发行股数(百万)	1464.75		
A 股数(百万)	1460.11		
A 市值(亿元)	1029.08		
主要股东	泸州老窖集团有限责任公司 (26.02%)		
每股净值(元)	12.67		
股价/账面净值	5.56		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	14.5	63.5	19.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-10-30	35.60	买入
2018-04-11	61.56	买入

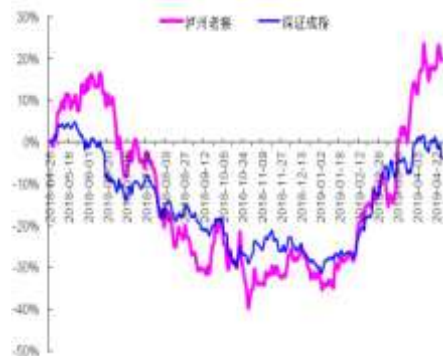
产品组合

高档酒	49.60%
中档酒类	28.58%
低档酒类	21.83%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	17.6%
一般法人	57.2%

股价相对大盘走势



泸州老窖(000568.SH)

BUY 买入

经营稳健，利润高增超预期

结论与建议：

事件：公司 2018 年实现营业总收入 130.6 亿，同比增 25.6%，净利润 34.86 亿，同比增 36.3%，毛利率为 77.5%，同比上升 5.6pct，受益提价和高端产品占比提升。4Q 实现营收 37.9 亿，同比增 21.76%，净利润 73.5 亿，同比增 31%，好于预期，主要受益毛利率大幅提升 8pct 至 79%。

分红：每 10 股分现金股利 15.5 元，股息率为 2.2%

此外，公布 19Q1 业绩，实现营收 41.7 亿，同比增 23.7%，净利润 15.1 亿，同比增 43.08%，实现开门红，亦受益于毛利率大幅提升 4.5pct 至 79.2%。

■ 2018 年酒类业务收入 128.6 亿，同比增 27.14%，销量 14.64 万吨，同比下降 5%，但吨价提升迅猛，同比提升 33.82%至 878.23 万元/万吨，主要受益于产品提价和结构梳理。分项来看，高端酒营收 63.8 亿，同比增 37%，毛利率提升 1.49pct 至 91.85%，收入占比 50%，提升 4pct，中端酒营收 36.7 亿，同比增 27.8%，毛利率提升 4.57pct 至 79.71%，低端酒营收 28 亿，同比增 8%，毛利率提升 7.98pct。

■ 费用方面，2018 年全年费用率同比上升 2.7pct，主要由于受市场推广增加销售费用同比上升 40.7%，使销售费用率同比增 2.79pct，4Q 费用率上升 6.11pct 至 40.12%，为全年最高，主要由于销售费用率上升 4.06pct 至 34.54%，以及计提员工绩效工资及奖金使管理费用率上升（与研发费用率合计上升 2.03pct）。19Q1 费用控制良好，费用率下降 1.28pct 至 19.61%，主要受益销售费用率下降 1.27pct 至 16.93%。

■ 春节期间，公司控制核心产品发货，起到控量保价以及清库存的作用，以预收款来看，1Q 末为 12.86 亿，尽管环比下降约 20%（受春节影响），但同比降幅较小，为-7%，仍处于较高位置，表明当前经销商信心较强，叠加茅台供应紧缺的现状，后续动销有望保持良好。此外，对外，公司推进渠道下沉，对内，梳理产品结构，删减总经销产品，当前产品条码删减幅度超 90%，产品结构更趋于清晰合理，内部治理亦不断改善，将助力公司稳健增长。

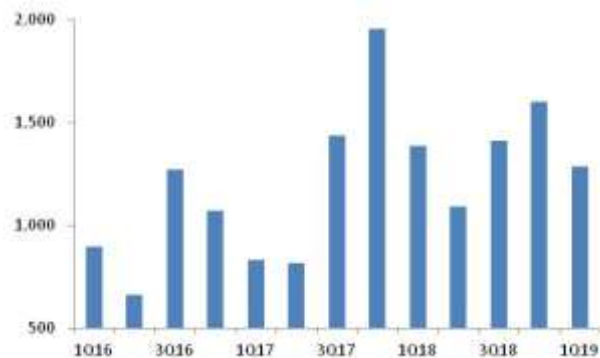
■ 综上，预计 2019-2020 年，公司将分别实现净利润 43.5 亿和 52.5 亿，分别同比增 25%和 20.6%，EPS 分别为 2.97 元和 3.58 元，当前股价对应 PE 分别为 24 倍和 20 倍，估值合理，维持买入投资建议。

■ 风险提示：终端动销不及预期，食品安全问题

..... 接续下页

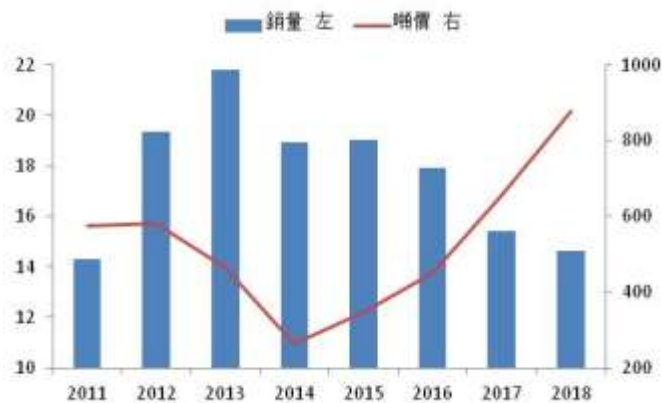
年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1957	2558	3486	4354	5249
同比增减	%	32.87	30.69	36.27	24.91	20.56
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.38	1.80	2.38	2.97	3.58
同比增减	%	30.95	30.76	32.37	24.89	20.56
市盈率 (P/E)	X	51.26	39.20	29.61	23.71	19.67
股利 (DPS)	RMB 元	0.96	1.25	1.55	1.93	2.33
股息率 (Yield)	%	1.36	1.77	2.20	2.74	3.30

图 1: 公司预收款情况 单位: 百万元



资料来源: 公司公告, 群益金鼎证券

图 2: 公司酒类产品销量及吨价 单位: 万吨 万元/万吨



预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
营业收入	8627	10395	13055	15486	17714
经营成本	3373	2918	2934	3272	3589
营业税金及附加	858	1335	1606	1950	2229
销售费用	1557	2412	3393	3816	4140
管理费用	552	569	722	840	960
财务费用	-59	-107	-215	-245	-280
资产减值损失	1	0	-2	2	2
投资收益	225	138	98	126	96
营业利润	2551	3428	4677	5924	7107
营业外收入	42	26	31	55	92
营业外支出	52	20	50	24	-16
利润总额	2559	3434	4659	5955	7215
所得税	580	832	1148	1474	1804
少数股东损益	22	44	25	128	162
归属于母公司所有者的净利润	1957	2558	3486	4354	5249

附二：合并资产负债表

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
货币资金	4765	8450	9367	10501	11797
应收账款	4	8	10	12	13
存货	2488	2812	3230	3553	3909
流动资产合计	9685	14269	15494	16579	17408
长期股权投资	1712	1825	2091	2300	2415
固定资产	1179	1130	1030	978	949
在建工程	184	1567	3000	3301	3400
非流动资产合计	3989	5487	7110	7679	8063
资产总计	13674	19756	22605	24258	25471
流动负债合计	2463	4367	5415	5546	4921
非流动负债合计	86	76	65	65	65
负债合计	2549	4443	5481	5610	4986
少数股东权益	94	141	160	175	184
股东权益合计	11125	15313	17124	18648	20485
负债及股东权益合计	13674	19756	22605	24258	25471

附三：合并现金流量表

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
经营活动产生的现金流量净额	2625	3693	4298	5110	5846
投资活动产生的现金流量净额	-236	-1396	-1465	-1703	-1949
筹资活动产生的现金流量净额	-1169	1326	-1917	-2274	-2601
现金及现金等价物净增加额	1219	3623	917	1133	1297

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。