

# 高端品牌势能释放，驱动业绩高增

——泸州老窖中报点评

半年报点评

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

## ● 中报业绩保持高增，凸显品牌势能

公司发布 2019 年中报，2019H1 营收 80.13 亿元/+24.81%，归母净利润 27.50 亿元/+39.80%。其中，2019Q2 营收 38.44 亿元/+26.0%，归母净利润 12.35 亿元/+36.0%。2019H1 预收款 13.92 亿元/+27.2%，收入加预收账款 94.05 亿元/+25%。我们预计公司 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 2019~2020 年的 PE 为 28.4/22.5/18.3 倍。2019 冲锋年，高端国窖引领，品牌赋能渠道，中档酒有序发力，维持“强烈推荐”评级。

## ● 国窖延续高增，中档酒接续发力

2019H1 高档酒营收 43.13 亿元，占比 54.45%，同增 30.47%；国窖紧跟高端酒景气度，紧盯目标，以阶段性分步骤分产品停货提价、“熔断奖励价格”、价格双轨制（如计划外提价 30 元）等系列手段有效调剂市场库存与渠道利润空间，目前市场成交价接近 900 元，预计截至目前，华中、华北等重点区域完成全年任务 80% 以上，奠定年内破百亿基础；中档酒营收 22.24 亿元，占比 28.07%，同增 35.14%；泸州老窖头特曲等中档酒加速渠道下沉与薄弱区域招商，以品牌挤压地产酒，接力高增；特曲 60 版定位次高端，发力团购，年内有望成为破 10 亿大单品；低档酒营收 13.84 亿元，占比 17.48%，同比增加 0.68%。博大公司部分头曲、二曲产品恢复增长。

## ● 盈利能力稳步提升，现金流大幅增加

公司产品结构优化叠加提价，带动毛利率同比上升 4.79pct 至 79.70%。毛利率大幅上升助推净利率上移 2.98pct 至 34.69%。期间费用率 22.53%，同比增长 0.08pct。销售/管理费用率分别为 19.20%/4.53%，较同期上升 0.64/下降 1pct。公司上半年经营性现金流净额 17.07 亿元，相比上期增加 316.36%，主要系本期销售商品收到现金增加所致。

● **风险提示：**宏观经济大幅波动致高端白酒需求减弱风险、茅台等高端酒价格快速下行风险、竞争加剧导致费用率大增、区域拓展受阻风险，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)	10,395	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)	2,558	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)	51.1	37.5	28.4	22.5	18.3
P/B(倍)	8.6	7.7	6.8	5.6	4.5

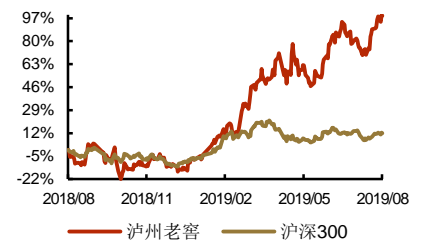
## 强烈推荐 (维持评级)

市场数据

时间 2019.08.28

收盘价(元):	88.85
一年最低/最高(元):	35.05/90.97
总股本(亿股):	14.65
总市值(亿元):	1,301.43
流通股本(亿股):	14.6
流通市值(亿元):	1,297.3
近 3 月换手率:	54.3%

## 股价一年走势



## 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	12.04	21.56	79.96
绝对	10.58	25.11	91.79

## 相关报告

《2018 营收创新高，火力全开，冲锋 2019》2019-04-26

《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

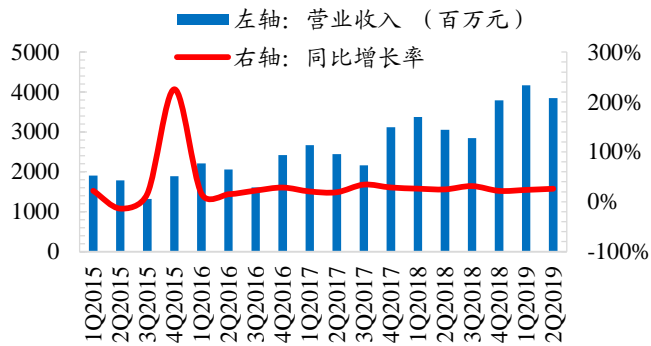
表1: 2018-2019年泸州老窖财务数据

单位: 百万元

	单季数据		中报数据		原因分析
	2018Q2	2019Q2	2018H1	2019H1	
营业收入	3050	3844	6420	8013	(1) 高端“国窖”快速增长。 (2) 品牌清理, 中、低档白酒价位上移。
%同比增长率	25%	26%	25%	25%	
营业成本	757	757	1611	1626	
%毛利率	75%	80%	75%	80%	
销售费用	578	833	1191	1539	(1) 费用投放平稳增长。
%营业收入	19%	22%	19%	19%	
管理费用	215	188	355	341	
%营业收入	7%	5%	6%	5%	
财务费用	-56	-46	-105	-96	(1) 毛利率大幅度提升。
%营业收入	-2%	-1%	-2%	-1%	
营业利润	1226	1617	2718	3665	
%同比增长率	43%	32%	39%	35%	
利润总额	1213	1626	2708	3678	(1) 毛利率大幅度提升。
%同比增长率	41%	34%	38%	36%	
所得税费用	288	400	672	898	
%实际税率	9%	10%	10%	11%	
净利润	925	1225	2036	2780	(1) 毛利率大幅度提升。
%同比增长率	34%	33%	37%	37%	
归母净利润	908	1235	1967	2750	
%同比增长率	36%	36%	34%	40%	

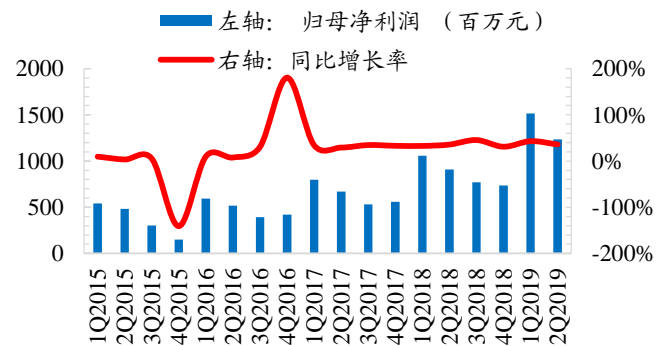
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图1: 2015Q1-2019Q2 单季营业收入及同比



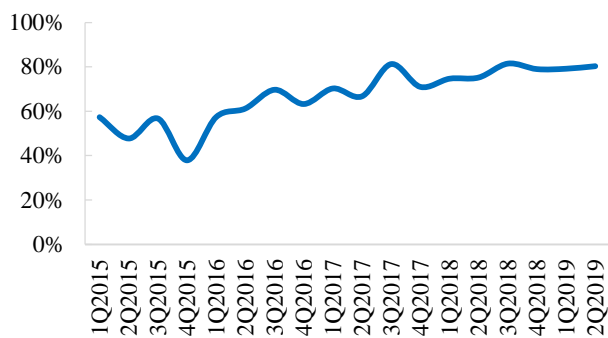
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图2: 2015Q1-2019Q2 单季归母净利润及同比



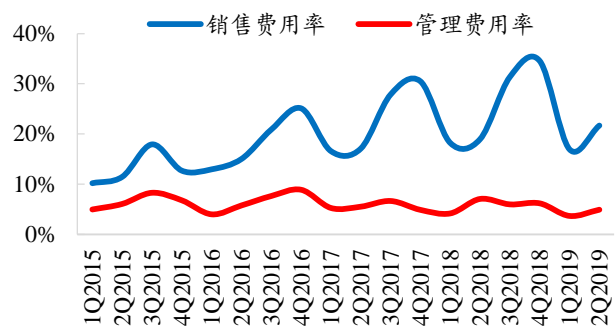
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图3: 2015Q1-2019Q2 单季毛利率



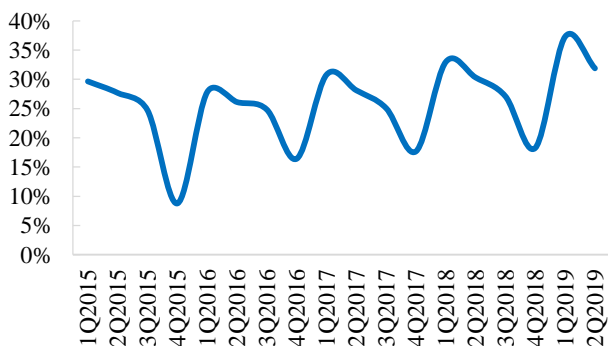
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图4: 2015Q1-2019Q2 单季销售费用率和管理费用率



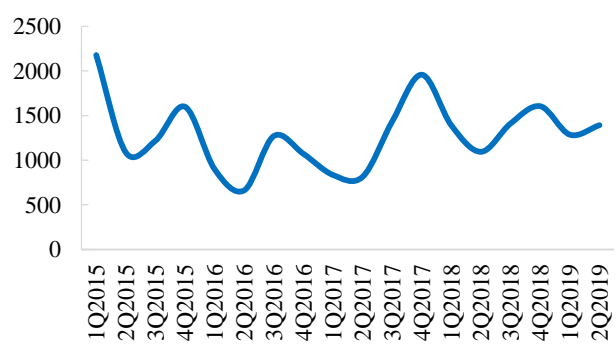
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图5: 2015Q1-2019Q2 单季净利率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图6: 2015Q1-2019Q2 公司预收账款（百万元）



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 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>	<b>14269</b>	<b>15494</b>	<b>16809</b>	<b>19936</b>	<b>25773</b>	<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	9163	12663	13335	营业成本	2918	2934	3496	4164	4921
应收票据及应收账款合计	2501	2399	3074	1995	5015	营业税金及附加	1335	1606	2007	2293	2777
其他应收款	236	167	336	283	467	营业费用	2412	3393	4029	5034	5992
预付账款	198	137	282	235	391	管理费用	569	722	976	1184	1393
存货	<b>2812</b>	<b>3230</b>	<b>3761</b>	<b>4566</b>	<b>6370</b>	研发费用	0	62	19	30	45
其他流动资产	73	194	194	194	194	财务费用	-107	-215	-129	-145	-159
<b>非流动资产</b>	<b>5487</b>	<b>7110</b>	<b>8129</b>	<b>9100</b>	<b>10072</b>	资产减值损失	0	-2	0	0	0
长期投资	1825	2091	2541	2962	3368	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1130	1030	1961	2735	3391	其他收益	27	24	13	16	20
无形资产	231	232	218	205	192	投资净收益	138	98	190	163	147
其他非流动资产	2301	3758	3410	3198	3121	<b>营业利润</b>	<b>3428</b>	<b>4677</b>	<b>6122</b>	<b>7732</b>	<b>9558</b>
<b>资产总计</b>	<b>19756</b>	<b>22605</b>	<b>24938</b>	<b>29036</b>	<b>35845</b>	营业外收入	26	31	36	34	32
<b>流动负债</b>	<b>4367</b>	<b>5415</b>	<b>5318</b>	<b>5195</b>	<b>6534</b>	营业外支出	20	50	33	39	35
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>3434</b>	<b>4659</b>	<b>6125</b>	<b>7726</b>	<b>9554</b>
应付票据及应付账款合计	741	1292	0	0	0	所得税	832	1148	1424	1836	2290
其他流动负债	3627	4123	5318	5195	6534	<b>净利润</b>	<b>2602</b>	<b>3510</b>	<b>4701</b>	<b>5891</b>	<b>7264</b>
<b>非流动负债</b>	<b>76</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	少数股东损益	44	25	100	83	108
长期借款	0	0	0	0	0	<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>
其他非流动负债	76	65	65	65	65	EBITDA	3350	4542	6040	7720	9613
<b>负债合计</b>	<b>4443</b>	<b>5481</b>	<b>5383</b>	<b>5260</b>	<b>6599</b>	EPS(元)	1.75	2.38	3.14	3.96	4.89
少数股东权益	141	160	260	343	451						
股本	1465	1465	1465	1465	1465	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	3544	3717	3717	3717	3717	<b>成长能力</b>					
留存收益	9992	11647	13025	14833	17073	营业收入(%)	25.2	25.6	25.0	23.3	21.1
归属母公司股东权益	15171	16965	19295	23433	28794	营业利润(%)	35.0	36.4	30.9	26.3	23.6
<b>负债和股东权益</b>	<b>19756</b>	<b>22605</b>	<b>24938</b>	<b>29036</b>	<b>35845</b>	归属于母公司净利润(%)	32.7	36.3	32.0	26.2	23.2
						<b>获利能力</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(%)	52.5	63.4	61.5	75.1	59.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	22.5	24.2	21.6	18.1	18.4
						净负债比率(%)	-55.1	-54.6	-46.7	-53.2	-45.5
						流动比率	3.3	2.9	3.2	3.8	3.9
						速动比率	2.6	2.2	2.4	2.9	2.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
						应收账款周转率	4.7	5.3	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	4.8	2.9	0.0	0.0	0.0
						<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)	2.38	2.78	2.02	4.20	2.45
						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	51.1	37.5	28.4	22.5	18.3
						P/B	8.6	7.7	6.8	5.6	4.5
						EV/EBITDA	36.6	26.8	20.2	15.3	12.3

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>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyouqi@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/>