

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

泸州老窖 (000568.SZ)

首次评级

报告原因：中报点评

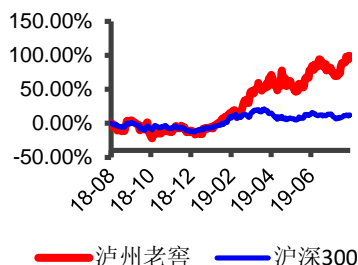
中高档酒齐发力，公司延续高增长

买入

2019年8月30日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



事件描述

- 公司晚间披露半年报,公司实现营业收入 80.13 亿元,同比增长 24.81%,实现归属于上市公司股东的净利润 27.50 亿元,同比增长 39.80%;每股收益 1.87 元。

事件点评

- 中高档酒齐发力,业绩符合预期。2019 年是公司“十三五”战略三年冲刺期的决胜之年,公司将力争实现营业收入同比增长 15%—25%。2019H1 公司实现营业收入 80.13 亿元,同比+24.81%,归母净利润 27.50 亿元,同比+39.80%,其中单 Q2 实现收入 38.44 亿元,同比+26.01%,归母净利润 12.35 亿元,同比+35.98%,上半年业绩接近年度目标的上限,业绩符合预期。分产品来看,公司上半年产品结构优化成果明显,中高档酒加速增长:2019H1 高档酒类营业收入达到 43.13 亿,同比+30.47%,高档酒占比 53.83%,占比增加 2.34 个百分点,这主要在于今年以来国窖 1573 采取“价格跟随政策”,跟随市场步伐,多次停货挺价,稳步提升了高端酒的价格;中档酒类营业收入为 22.24 亿,同比+35.14%,其中腰部产品特曲经过近两年调整后,开始发力,特曲产品增速预计约 30%-40%;低档酒类营收为 13.84 亿元,同比+0.68%。另外,2019H1 公司预收账款 13.92 亿元,同比+27.23%,环比+8.0%;经营现金净额 17.07 亿元,同+316.16%,现金流表现良好。
- 产品结构升级叠加费用管控,净利率提升明显。2019H1 公司销售净利率 34.69%,同比增加 2.98 个百分点,主要在于毛利率提升与管理费用率下降。具体来看:1) 2019H1 销售毛利率 79.70%,同比增加 4.79 个百分点,主要在于中高端酒占比提升、增值税率下调等,另外根据公司 8 月发布的通知,国窖已于近期对 30%配额执行计划外价格(+30 元/瓶),下半年公司毛利率有望继续提高。2) 2019H1 销售期间费用率 22.53%,同比增加 0.08 个百分点,其中销售费用率 19.20%,同比增加 0.64 个百分点,主要在于广告宣传费及市场拓展费用、运输和仓储费的增加;2019 年是公司“管理年”,公司在加强品牌塑造和消费者建设工作的同时,加强费用管控,保障费用的有效性,提高费效比,2019H1 管理费用率(含研发)4.53%,同比下降 1 个百分点。
- 公司战略明晰,营销策略升级。公司战略明晰,公司坚定实施竞争型

市场数据: 2019年8月29日

收盘价(元): 92.28

年内最高/最低(元): 92.5/36.93

流通 A 股/总股本(亿): 14.60/14.65

流通 A 股市值(亿): 1413

总市值(亿): 1417

基础数据: 2018年12月31日

基本每股收益: 2.38

每股净资产(元): 11.58

净资产收益率: 21.69%

分析师: 曹玲燕

执业证书编号: S0760511010002

E-mail: caolingyan@sxzq.com

研究助理: 和芳芳

E-mail: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司



营销战略和大单品战略，国窖 1573 实现高动销、高利润的良性增长，泸州老窖特曲和窖龄酒保持快速发展势头，头曲、二曲成功实现复苏，打响泸州老窖“品牌复兴”战役。另外通过与“澳大利亚网球公开赛”深度合作，连续举办“让世界品味中国”全球文化之旅、“国际诗酒文化大会”、《孔子》《李白》文艺演出、“封藏大典”“高粱红了”等品牌文化活动，品牌美誉度持续提高；推出欧美市场专属产品明江白酒，成功布局海外市场；以传统中式白酒为基础的养生酒和年轻化、时尚化为主题的酒类产品持续创新、优化、升级，创新型产品矩阵得到巩固。

投资建议

- 2019 年上半年业绩接近年度目标的上限，目前飞天茅台一批价维持在 2400 元左右，缺货仍然明显，利好五粮液和老窖，全年有望实现量价齐升，另外腰部产品特曲经过近两年调整，也开始发力，保障全年业绩目标完成。预计 2019-2021 年公司归母净利润为 45.99 亿、56.32 亿、67.94 亿，EPS 分别为 3.14 元、3.85 元、4.64 元，对应公司 8 月 29 日收盘价 92.28 元，PE 分别为 29 倍、24 倍、19 倍。首次“买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	15,494	16,685	20,446	24,118	营业收入	13,055	16,058	19,174	22,491
现金	9,367	8,753	11,703	14,687	营业成本	2,934	3,533	4,122	4,723
应收账款	147	325	342	370	营业税金及附加	1,606	1,766	2,109	2,474
其他应收款	137	311	327	352	销售费用	3,393	4,015	4,698	5,398
预付账款	137	155	183	169	管理费用	722	867	1,016	1,170
存货	3,230	3,849	4,066	4,231	财务费用	(215)	(136)	(153)	(198)
其他流动资产	2,476	3,292	3,826	4,310	资产减值损失	(2)	0	0	0
非流动资产	7,110	6,588	6,601	6,591	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2,091	1,876	1,931	1,966	投资净收益	98	150	150	150
固定资产	1,029	964	899	833	营业利润	4,677	6,163	7,532	9,074
无形资产	232	217	202	189	营业外收入	31	30	30	30
其他非流动资产	3,758	3,531	3,569	3,603	营业外支出	50	30	12	12
资产总计	22,605	23,273	27,047	30,709	利润总额	4,659	6,163	7,550	9,092
流动负债	5,415	4,345	5,424	5,856	所得税	1,148	1,510	1,850	2,228
短期借款	0	0	0	0	净利润	3,510	4,653	5,700	6,865
应付账款	1,292	1,001	1,343	1,652	少数股东损益	25	55	68	70
其他流动负债	4,123	3,344	4,081	4,203	归属母公司净利润	3,486	4,599	5,632	6,794
非流动负债	65	66	58	52	EBITDA	4,665	6,108	7,458	8,955
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.38	3.14	3.85	4.64
其他非流动负债	65	66	58	52					
负债合计	5,481	4,411	5,482	5,907					
少数股东权益	160	214	282	353	主要财务比率				
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
资本公积	3,717	3,441	3,441	3,441	成长能力				
留存收益	11,647	13,741	16,377	19,544	营业收入	25.60%	23.00%	19.40%	17.30%
归属母公司股东权益					营业利润	36.43%	31.78%	22.21%	20.48%
益	16,965	18,647	21,283	24,449	归属于母公司净利润	36.27%	31.93%	22.48%	20.63%
负债和股东权益	22,605	23,273	27,047	30,709	获利能力				
					毛利率(%)	77.53%	78.00%	78.50%	79.00%
					净利率(%)	26.70%	28.64%	29.37%	30.21%
					ROE(%)	20.50%	24.67%	26.43%	27.68%
					ROIC(%)	50.39%	61.20%	42.12%	49.33%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	24.25%	18.96%	20.27%	19.24%
					净负债比率(%)	-28.76%	-17.35%	-33.81%	-37.11%
					流动比率	2.86	3.84	3.77	4.12
					速动比率	2.26	2.95	3.02	3.40
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.70	0.76	0.78
					应收账款周转率	1423.51	1364.78	1348.61	1351.23
					应付账款周转率	12.85	14.01	16.36	15.02

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,298	1,593	5,697	6,298
净利润	3,510	4,599	5,632	6,794
折旧摊销	164	81	80	79
财务费用	64	(136)	(153)	(198)
投资损失	(98)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	460	(2,854)	221	(297)
其他经营现金流	197	55	68	70
投资活动现金流	(1,465)	641	95	115
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(266)	215	(55)	(35)



其他投资现金流	(1,199)	426	150	150	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(1,917)	(2,644)	(2,843)	(3,430)	每股收益(最新摊薄)	2.38	3.14	3.85	4.64
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.93	1.09	3.89	4.30
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	11.58	12.73	14.53	16.69
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	173	(276)	0	0	P/E	38.8	29.4	24.0	19.9
其他筹资现金流									
流	(2,090)	(2,368)	(2,843)	(3,430)	P/B	8.0	7.2	6.4	5.5
现金净增加额	916	(409)	2,950	2,983	EV/EBITDA	10.73	21.25	17.10	13.98

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

