

2017 年 04 月 19 日

泸州老窖 (000568.SZ)

超额完成 2016 计划，2017 目标超百亿

■事件：公司发布 2016 年报，全年实现营业收入 83.0 亿元，同比增长 20.3%，归属母公司净利润 19.3 亿元，同比增长 30.9%；销售商品、提供劳务收到现金同比增长 25.2%；EPS 为 1.38 元。单 4 季度营业收入 24.3 亿元，同比增长 28.4%，归属母公司净利润 4.2 亿元，同比增长 184.4%。拟每 10 股派发现金股利 9.6 元（含税）。2016 年公司超额完成经营计划，2017 年收入及净利润目标分别为同比增长 21.97% 和 31.1%，收入目标过百亿。

■中高档酒收入快速增长，国窖 1573 进入快速放量期，低档酒调整坚决，17 年重拾增长。公司 2016 年白酒业务收入 80.7 亿元，其中高档酒营收 29.2 亿元，同比增长 89.4%，中档酒营收 27.9 亿元，同比增长 72.4%，低档酒整体仍处调整，营收 23.6 亿元，同比下降 30.7%。国窖 1573 全年预计销量在 3500 吨左右，通过有效的控货手段和参照主竞品的价格策略，实现有序快速放量，恢复并扩大市场规模。年初以来，渠道调研反馈国窖 1573 动销继续表现亮眼，3 月糖酒会期间正式将出厂价上调至 680 元（不考虑保证金），批价及终端价格跟随上移。我们认为，国窖 1573 是公司品牌重心所在，在高端白酒茅台及普五价格上涨趋势下，1573 品牌力回升同时仍与普五保持一定价差，渠道接受度高，国窖 1573 已处在新一轮快速放量周期。

■专营模式不断深化，市场基础持续夯实。公司深入推进品牌专营模式，终端掌控力持续增强。2016 年前五大客户销售额占比达 69.3%，比重较上年提升 25.3%，品牌专营公司在公司渠道体系中的作用继续加强。配合专营模式，公司加大品牌和市场投入，积极扩大销售队伍，市场基础持续夯实。公司 2016 年销售费用 15.4 亿元，同比增长 76.1%，主要系广告宣传及促销费用大幅增长，销售费用率为 18.5%，同比提升 5.9pct。公司销售人员快速增加至 378 人，整体销售队伍（含专营公司及第三方聘用）预计已扩至 6000 人以上。预收账款方面，公司 2016 年末预收款为 10.7 亿元，同比下降 5.3 亿元，环比下降 2.0 亿元。专营模式下，公司更注重产品动销，重视经销商资金周转从而保障渠道利益。

■产品结构优化带来盈利持续提升。公司 2016 年酒类毛利率 61.8%，同比提升近 14.5pct，其中高档和中档酒毛利率分别为 88.1% 和 68.4%，分别同比提升 5.8 和 10.8pct，低档酒毛利率下滑至 21.6%。公司五大单品战略清晰，国窖 1573 及腰部产品（特曲及窖龄酒）有望保持快速增长，中高档收入占比将继续提升，同时考虑提价贡献，未来整体产品结构将继续优化，毛利率水平将持续提升。费用率方面，除销售费用外，管理费用及财务费用率基本保持稳定。公司整体净利率达 23.5%，同比提升 1pct，未来净利率水平有望继续提升。

■投资建议：我们认为公司业绩弹性在一线白酒中表现突出，后续公司国企改革及激励机制再上台阶亦可期待。暂不考虑增发，预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 1.89/2.45/3.02 元，维持公司买入-A 评级，6 个月目标价提高至 55 元，对应 2018 年 PE 为 22 倍左右。

■风险提示：中高端白酒消费复苏低于预期；行业竞争加剧的风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	6,900.2	8,304.0	10,293.7	12,625.4	15,044.2
净利润	1,473.0	1,927.7	2,646.4	3,431.5	4,239.9
每股收益(元)	1.05	1.37	1.89	2.45	3.02
每股净资产(元)	7.33	7.87	8.64	9.90	11.40

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	41.0	31.3	22.8	17.6	14.2
市净率(倍)	5.9	5.5	5.0	4.3	3.8
净利润率	21.3%	23.2%	25.7%	27.2%	28.2%
净资产收益率	14.3%	17.5%	21.9%	24.7%	26.5%
股息收益率	1.9%	0.0%	2.2%	2.8%	3.5%
ROIC	31.6%	31.5%	48.2%	56.5%	67.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

白酒

投资评级

买入-A

维持评级

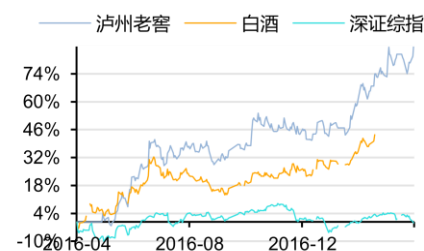
6 个月目标价：55.0 元

股价 (2017-04-18) 43.05 元

交易数据

总市值 (百万元)	60,366.97
流通市值 (百万元)	60,346.28
总股本 (百万股)	1,402.25
流通股本 (百万股)	1,401.77
12 个月价格区间	23.01/43.05 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.35	21.3	78.44
绝对收益	8.25	25.69	78.13

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

方振

报告联系人

fangzhen@essence.com.cn
021-35082373

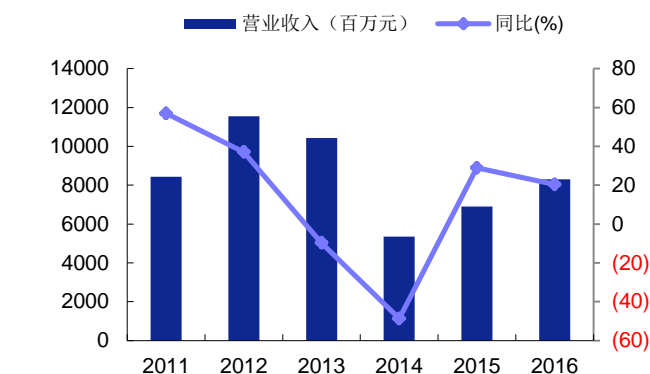
相关报告

- 泸州老窖深度报告：强将强品，进入新一轮发力周期 2016-12-13
- 泸州老窖：1573 恢复强劲，中低端酒有望后程发力 2016-10-27
- 泸州老窖：高端放量护航业绩增长，投资收益短期拖累 2016-08-31

事件：2016 年超额完成经营计划，2017 年净利润目标增速超 30%

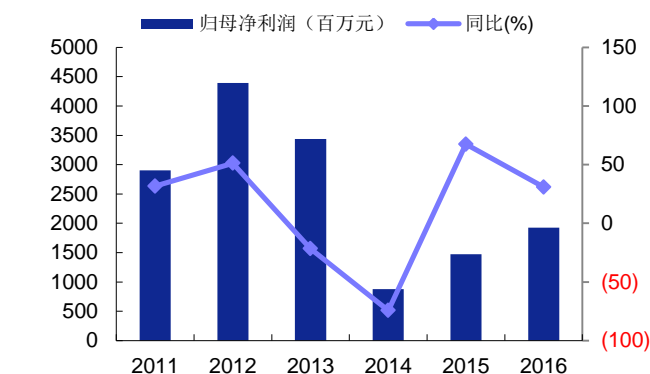
公司发布 2016 年报，全年实现营业收入 83.0 亿元，同比增长 20.3%，归属母公司净利润 19.3 亿元，同比增长 30.9%；销售商品、提供劳务收到现金同比增长 25.2%；EPS 为 1.38 元。单 4 季度营业收入 24.3 亿元，同比增长 28.4%，归属母公司净利润 4.2 亿元，同比增长 184.4%。拟每 10 股派发现金股利 9.6 元（含税）。2016 年公司收入及净利润均完成此前经营计划，2017 年收入及净利润目标分别为同比增长 21.97%和 31.1%。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 2：公司归母净利润及增速

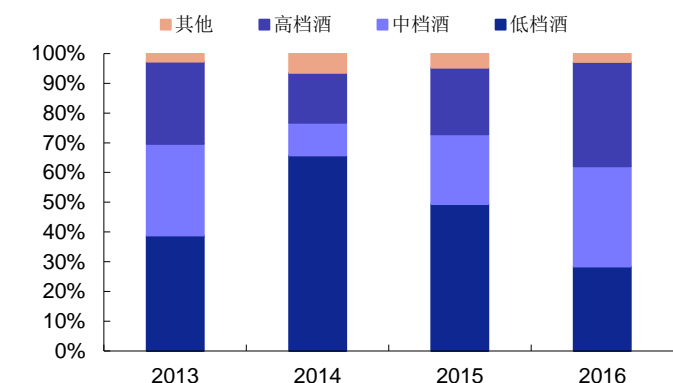


资料来源：Wind、安信证券研究中心

中高档酒收入快速增长，国窖 1573 进入快速放量期

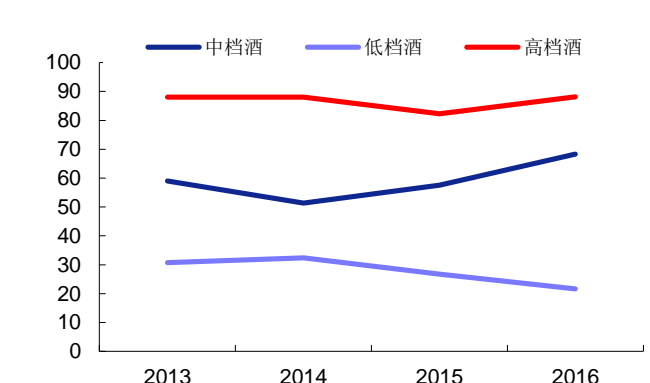
公司 2016 年白酒业务收入 80.7 亿元，其中高档酒营收 29.2 亿元，同比增长 89.4%，中档酒营收 27.9 亿元，同比增长 72.4%，低档酒整体仍处调整，营收 23.6 亿元，同比下降 30.7%。国窖 1573 全年预计销量在 3500 吨左右，通过有效的控货手段和参照主竞品的价格策略，实现有序快速放量，恢复并扩大市场规模。年初以来，渠道调研反馈国窖 1573 动销继续表现亮眼，3 月糖酒会期间正式将出厂价上调至 680 元（不考虑保证金），批价及终端价格跟随上移。我们认为，国窖 1573 是公司品牌重心所在，在高端白酒茅台及普五价格上涨趋势下，1573 品牌力回升同时仍与普五保持一定价差，渠道接受度高，国窖 1573 已处在新一轮快速放量周期。

图 3：公司中高档酒收入占比持续提升 (%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：公司中高档酒毛利率同比提升较快 (%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

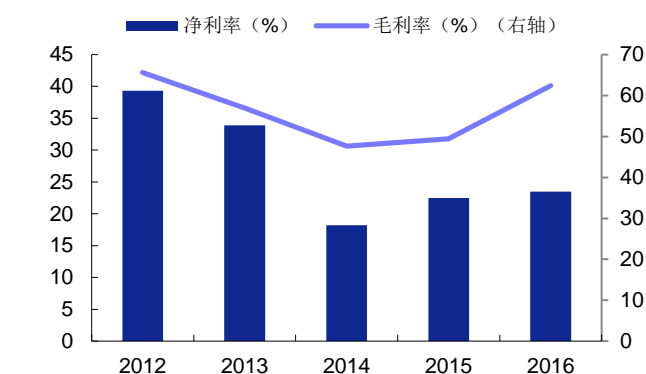
专营模式不断深化，市场基础持续夯实

公司深入推进品牌专营模式，终端掌控力持续增强。2016 年前五大客户销售额占比达 69.3%，比重较上年提升 25.3%，品牌专营公司在公司渠道体系中的作用继续加强。配合专营模式，公司加大品牌和市场投入，积极扩大销售队伍，市场基础持续夯实。公司 2016 年销售费用 15.4 亿元，同比增长 76.1%，主要系广告宣传及促销费用大幅增长，销售费用率为 18.5%，同比提升 5.9pct。公司销售人员快速增加至 378 人，整体销售队伍（含专营公司及第三方聘用）预计已扩至 6000 人以上。预收账款方面，公司 2016 年末预收款为 10.7 亿元，同比下降 5.3 亿元，环比下降 2.0 亿元。专营模式下，公司更注重产品动销，重视经销商资金周转从而保障渠道利益。

产品结构优化带来盈利持续提升

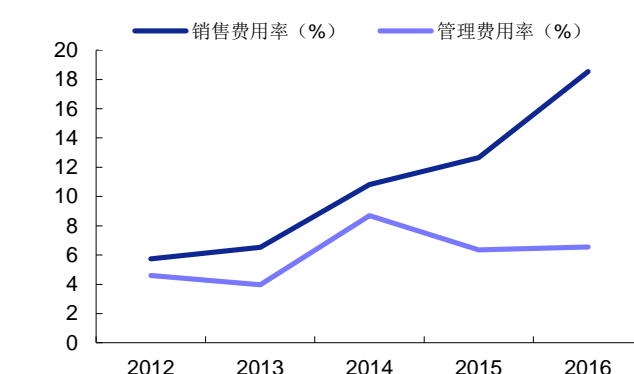
公司 2016 年酒类毛利率 61.8%，同比提升近 14.5pct，其中高档和中档酒毛利率分别为 88.1% 和 68.4%，分别同比提升 5.8 和 10.8pct，低档酒毛利率下滑至 21.6%。公司五大单品战略清晰，国窖 1573 及腰部产品（特曲及窖龄酒）有望保持快速增长，中高档收入占比将继续提升，同时考虑提价贡献，未来整体产品结构将继续优化，毛利率水平将持续提升。费用率方面，除销售费用外，管理费用及财务费用率基本保持稳定。公司整体净利率达 23.5%，同比提升 1pct，未来净利率水平有望持续提升。

图 5：公司毛利率及净利率水平均有所提升



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：公司销售投入加大，销售费用率提升较快



资料来源：Wind、安信证券研究中心

投资建议

我们认为公司业绩弹性在一线白酒中表现突出，后续公司国企改革及激励机制再上台阶亦可期待。暂不考虑增发，预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 1.89/2.45/3.02 元，维持公司买入-A 评级，6 个月目标价提高至 55 元，对应 2018 年 PE 为 22 倍左右。

风险提示

中高端白酒消费复苏低于预期；行业竞争加剧的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,900.2	8,304.0	10,293.7	12,625.4	15,044.2	成长性					
减:营业成本	3,491.7	3,119.5	3,508.6	4,037.1	4,658.4	营业收入增长率	28.9%	20.3%	24.0%	22.7%	19.2%
营业税费	518.0	844.6	977.9	1,199.4	1,429.2	营业利润增长率	62.2%	31.4%	42.3%	31.4%	23.0%
销售费用	873.9	1,539.3	1,852.9	2,209.4	2,587.6	净利润增长率	67.4%	30.9%	37.3%	29.7%	23.6%
管理费用	438.9	543.9	648.5	757.5	872.6	EBITDA 增长率	62.3%	29.6%	40.5%	30.3%	22.0%
财务费用	-58.3	-58.8	-60.0	-70.0	-100.0	EBIT 增长率	70.3%	32.3%	43.3%	31.6%	22.7%
资产减值损失	0.6	0.5	1.0	1.0	0.8	NOPLAT 增长率	67.4%	29.3%	43.1%	28.2%	22.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.9%	-6.5%	9.4%	3.4%	17.0%
投资和汇兑收益	298.2	225.1	250.0	257.8	244.3	净资产增长率	5.8%	7.4%	10.9%	15.5%	15.7%
营业利润	1,933.6	2,540.0	3,614.8	4,748.7	5,839.9	利润率					
加:营业外净收支	33.5	-10.1	3.0	3.0	5.0	毛利率	49.4%	62.4%	65.9%	68.0%	69.0%
利润总额	1,967.1	2,529.9	3,617.8	4,751.7	5,844.9	营业利润率	28.0%	30.6%	35.1%	37.6%	38.8%
减:所得税	416.3	580.2	832.1	1,187.9	1,461.2	净利润率	21.3%	23.2%	25.7%	27.2%	28.2%
净利润	1,473.0	1,927.7	2,646.4	3,431.5	4,239.9	EBITDA/营业收入	29.5%	31.8%	36.0%	38.3%	39.2%
						EBIT/营业收入	27.2%	29.9%	34.5%	37.1%	38.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	57	50	39	27	20
货币资金	3,539.5	4,765.3	5,517.4	7,149.6	8,325.9	流动资产周转天数	130	121	98	95	99
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	503	413	423	403	404
应收账款	227.3	223.4	462.7	381.5	560.3	应收账款周转天数	14	10	12	12	11
应收票据	2,268.1	1,952.4	4,498.8	2,549.6	5,941.5	存货周转天数	148	116	107	97	96
预付账款	95.0	91.8	104.1	136.0	136.0	总资产周转天数	687	582	559	509	490
存货	2,860.0	2,488.3	3,607.6	3,229.2	4,760.4	投资资本周转天数	280	255	208	180	167
其他流动资产	383.5	163.7	342.3	296.5	267.5	投资回报率					
可供出售金融资产	378.3	322.4	254.2	318.3	298.3	ROE	14.3%	17.5%	21.9%	24.7%	26.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.8%	14.3%	15.2%	20.5%	18.7%
长期股权投资	1,522.9	1,712.2	1,712.2	1,712.2	1,712.2	ROIC	31.6%	31.5%	48.2%	56.5%	67.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,110.5	1,178.8	1,033.6	888.4	743.3	销售费用率	12.7%	18.5%	18.0%	17.5%	17.2%
在建工程	183.0	183.9	183.9	183.9	183.9	管理费用率	6.4%	6.5%	6.3%	6.0%	5.8%
无形资产	243.6	235.3	227.1	219.0	210.8	财务费用率	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
其他非流动资产	370.0	356.7	356.8	361.2	358.2	三费/营业收入	18.2%	24.4%	23.7%	22.9%	22.3%
资产总额	13,181.7	13,674.0	18,300.6	17,425.3	23,498.3	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	21.4%	18.6%	32.6%	18.2%	29.8%
应付账款	706.9	938.1	849.2	1,068.3	1,279.1	负债权益比	27.2%	22.9%	48.3%	22.2%	42.4%
应付票据	-	-	200.8	62.9	74.4	流动比率	3.45	3.93	2.47	4.46	2.89
其他流动负债	2,006.6	1,525.2	4,829.7	1,949.6	5,561.8	速动比率	2.40	2.92	1.86	3.41	2.20
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-32.16	-42.21	-59.25	-66.84	-57.40
其他非流动负债	105.9	86.0	78.6	90.2	84.9	分红指标					
负债总额	2,819.3	2,549.4	5,958.4	3,170.9	7,000.2	DPS(元)	0.80	-	0.94	1.22	1.51
少数股东权益	86.2	94.1	233.4	365.7	509.5	分红比率	76.2%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	1,402.3	1,402.3	1,402.3	1,402.3	1,402.3	股息收益率	1.9%	0.0%	2.2%	2.8%	3.5%
留存收益	8,647.8	9,451.5	10,706.5	12,486.3	14,586.3						
股东权益	10,362.3	11,124.6	12,342.2	14,254.3	16,498.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,550.7	1,949.7	2,646.4	3,431.5	4,239.9	EPS(元)	1.05	1.37	1.89	2.45	3.02
加:折旧和摊销	161.9	157.9	153.3	153.3	153.3	BVPS(元)	7.33	7.87	8.64	9.90	11.40
资产减值准备	0.6	0.5	-	-	-	PE(X)	41.0	31.3	22.8	17.6	14.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.9	5.5	5.0	4.3	3.8
财务费用	3.2	16.9	-60.0	-70.0	-100.0	P/FCF	789.2	26.0	28.6	18.7	19.2
投资损失	-298.2	-225.1	-250.0	-257.8	-244.3	P/S	8.7	7.3	5.9	4.8	4.0
少数股东损益	77.7	22.0	139.3	132.3	143.8	EV/EBITDA	16.6	15.5	14.7	10.9	8.8
营运资金的变动	-991.0	984.7	-701.6	-364.0	-1,239.3	CAGR(%)	32.0%	31.0%	41.8%	32.0%	31.0%
经营活动产生现金流量	152.8	2,625.1	1,927.5	3,025.3	2,953.4	PEG	1.3	1.0	0.5	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-110.3	-236.5	318.2	193.7	264.3	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-1,190.6	-1,169.4	-1,493.6	-1,586.8	-2,041.4	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034