

强烈推荐-A (维持)

泸州老窖 000568.SZ

目标估值: 60 元  
 当前股价: 46.5 元  
 2017 年 05 月 01 日

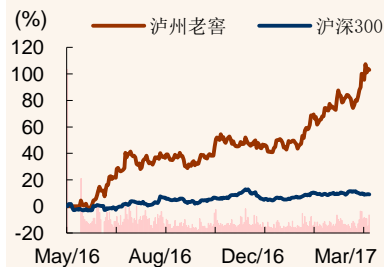
全系产品反攻，百亿胸有成竹

基础数据

上证综指	3155
总股本 (万股)	140225
已上市流通股 (万股)	140177
总市值 (亿元)	652
流通市值 (亿元)	652
每股净资产 (MRQ)	8.4
ROE (TTM)	18.0
资产负债率	16.5%
主要股东	泸州老窖集团有限责
主要股东持股比例	27.18%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	33	103
相对表现	15	30	94



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《泸州老窖 (000568) — 高增长势不可挡，目标价继续看高》2017-04-19
- 2、《泸州老窖 (000568) — 2017 春季糖酒会见闻系列之六》2017-04-05
- 3、《泸州老窖 (000568) — 成效显著，志存高远》2016-12-12

杨勇胜

021-68407562  
 yangys5@cmschina.com.cn  
 S1090514060001

董广阳

021-68407471  
 donggy1@cmschina.com.cn  
 S1090512070001

研究助理

李晓峰

021-68407571  
 lixiaozheng@cmschina.com.cn

公司公布一季报，业绩符合市场预期，高端产品发力带动毛利率再创新高。现金流及预收款看似一般，实则公司认识到目前最缺乏的是产品的销售覆盖面，延续我们糖酒会报告《全面反攻，聚焦突破》中总结的思路，通过降低打款门槛、加快周转提升盈利，开启力度空前的全国范围、全系产品招商，费用的前置投入都在为未来更快增长埋下伏笔。暂维持 17-18 年 EPS1.87 和 2.45 元，半年目标价 60 元，维持“强烈推荐-A”评级，现价仍可继续买入。

- 17Q1 收入同比 20.34%，业绩 34.54%，符合市场预期，延续高成长。公司一季度收入利润 26.7 亿、7.97 亿，分别同比增长 20.34%、34.54%，收入增速受低端酒调整未及 25% 预期，但业绩与我们预期相符，也符合市场预期。
- 高端持续放量，毛利率再创新高，全年百亿目标胸有成竹。公司 Q1 毛利率 70.25%，同比增长 12.9%，创历史新高，与高端持续放量、低端产品仍在调整有关。分产品看，高端预计占收入一半左右，报表出货量对应近 1800 吨，加之 16Q4 确认的收入一部分来自春节，也验证之前调研出货量在 3000 吨数据。中档特曲、窖龄受益高端溢出效应和市场拓展，预计增速 20-30%，低端产品调整已近尾声，对业绩已无影响。从春节情况看，公司 17 年百亿目标已胸有成竹，预计高端 40 亿，特曲窖龄 35 亿，博大系列 25 亿。
- 现金回款虽降，反哺渠道盈利，更有利于公司持续发展。Q1 收到现金 23.1 亿元，略低于同期收入 25.7 亿，差额部分体现在大幅增加的应收票据，17Q1 应收票据 27.0 亿，环比增加 7.5 亿，同期预收款环比下降 2.4 亿。我们认为，票据的增加，系公司对渠道抛出的橄榄枝，通过更优厚的打款条件（可用票据代替现金）、更高的利润（高毛利空间，高周转率，低资金占有率），在全国范围内吸引经销商。在这点上，公司很清楚五大核心产品缺乏的不是消费者的口碑与认知，而是终端的到达率，公司抛出的橄榄枝有助于加速全国招商铺货，更有利于公司更快发展，与 14 年的五粮液借助票据吸引大商打款背景有所不同，老窖政策更显积极。
- 费用同比增幅明显，前置投入及税收是主因，未来费用率有摊薄空间。公司 Q1 销售费用及管理费用率同比提升 3.63%、1.27%，我们推断费用增加的主因，系公司糖酒会开启全系单品招商，有报道称，公司首次开放首单门槛，最低门槛降至 5 万起步，下大力度抢占终端和县级经销商，加上营销人员不断招募到位，预计 1573 团队就达 2000 人，前置费用投入较高降低短期业绩弹性，好在公司产品高端化不断持续，净利率仍在提升，业绩短期不会被费用拖累，且中期看，收入增长会摊薄前置费用。另外高端化带来消费税的增加，也部分拖累业绩。
- “招商年，冲刺年”，百亿目标胸有成竹，维持“强烈推荐-A”评级。公司披露一季报，收入业绩继续延续高成长，年初以来公司在全国范围、全系产品招商，短期较高的前置费用都在为未来高成长埋下伏笔，考虑到公司今年招商年、冲刺年的基调，全年百亿目标胸有成竹，高端产品持续增长，以及未来费用率的逐渐摊薄，更大业绩弹性值得期待。维持 17-18 年 EPS 到 1.87 和 2.45 元，高成长性有望带来下半年估值切换提前，给予 18 年 25 倍，半年目标价 60 元，维持“强烈推荐-A”评级，现价仍可继续买入。
- 风险提示：窜货扰乱市场、竞品稳价后放量。

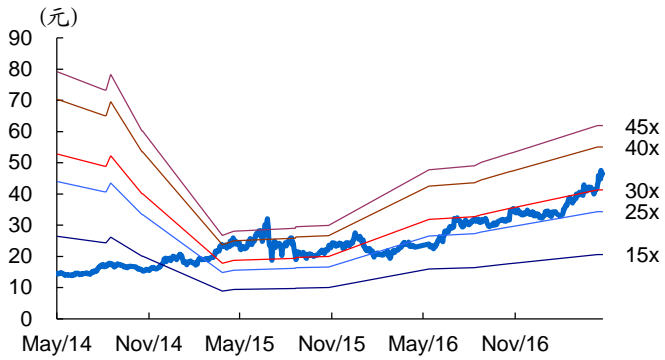
- **未来空间：性价比提升，经销商增加，业绩逐步释放。**之前多次强调公司进入品牌全面反攻阶段，持续增长信心更坚定，市场怀疑公司毛利已超 11-12 年高峰，国窖今年预计接近 5000 吨，亦接近高位，未来增长的底气何来？1) 中高端性价比更突显：国窖经过提价但终端成交价仍低于五粮液 100 元，11-12 年价格都紧咬对手，窖龄特曲同样受益高端价格上涨，茅五带来的溢出效应会延续数年；2) 管理团队思路清晰，销售队伍壮大成熟，不仅满足传统市场的恢复，旨在实现真正的全国化；3) 公司毛利率虽已到达高位，但净利水平仍远低于 11-12 年高峰的 40% 的水平，未来在市场深挖和利润释放上有更多空间。

表 1、泸州老窖单季度利润表与年度利润表

单位：百万元	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	15H	16H	2015	2016
一、营业总收入	1886	2215	2055	1611	2423	2670	3696	4270	6900	8304
二、营业总成本	1691	1423	1401	1203	1963	1589	2584	2824	5265	5989
其中：营业成本	1172	944	797	489	891	794	1749	1740	3492	3120
营业税金及附加	166	119	191	260	275	228	269	310	518	845
营业费用	239	287	308	336	608	442	399	595	874	1539
管理费用	128	88	118	123	215	140	202	206	439	544
财务费用	-14	-14	-14	-8	-22	-14	-35	-29	-58	-59
资产减值损失	0	0	1	3	-3	-1	0	1	1	1
三、其他经营收益	-13	23	49	100	53	18	233	72	298	225
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-13	23	49	100	53	18	233	72	298	225
四、营业利润	183	815	703	509	513	1099	1344	1518	1934	2540
加：营业外收入	37	6	8	16	11	7	3	14	43	42
减：营业外支出	6	1	3	26	21	4	0	5	10	52
五、利润总额	214	820	707	499	503	1102	1347	1527	1967	2530
减：所得税	48	204	171	99	106	280	287	375	416	580
六、净利润	165	616	536	400	398	822	1060	1152	1551	1950
减：少数股东损益	15	22	18	6	-24	24	39	40	78	22
七、归属母公司净利润	150	594	518	394	421	797	1021	1112	1473	1928
EPS	0.11	0.42	0.37	0.28	0.30	0.57	0.73	0.79	1.05	1.37
<b>主要比率</b>										
毛利率	37.9%	57.4%	61.2%	69.7%	63.2%	70.3%	52.7%	59.2%	49.4%	62.4%
主营税金率	8.8%	5.4%	9.3%	16.1%	11.3%	8.5%	7.3%	7.3%	7.5%	10.2%
营业费率	12.7%	12.9%	15.0%	20.9%	25.1%	16.6%	10.8%	13.9%	12.7%	18.5%
管理费	6.8%	4.0%	5.7%	7.6%	8.9%	5.2%	5.5%	4.8%	6.4%	6.5%
营业利润率	9.7%	36.8%	34.2%	31.6%	21.2%	41.2%	36.4%	35.6%	28.0%	30.6%
实际税率	22.6%	24.9%	24.2%	19.9%	21.0%	25.4%	21.3%	24.6%	21.2%	22.9%
净利率	8.0%	26.8%	25.2%	24.4%	17.4%	29.9%	27.6%	26.1%	21.3%	23.2%
<b>YoY</b>										
收入增长率	225.5%	16.0%	15.0%	22.3%	28.4%	20.6%	1.6%	15.5%	28.9%	20.3%
营业利润增长率	-136.1%	10.8%	15.5%	25.1%	180.9%	34.9%	2.8%	12.9%	61.1%	31.4%
净利润增长率	-141.8%	10.0%	7.7%	30.7%	180.6%	34.2%	6.6%	8.9%	65.9%	30.9%

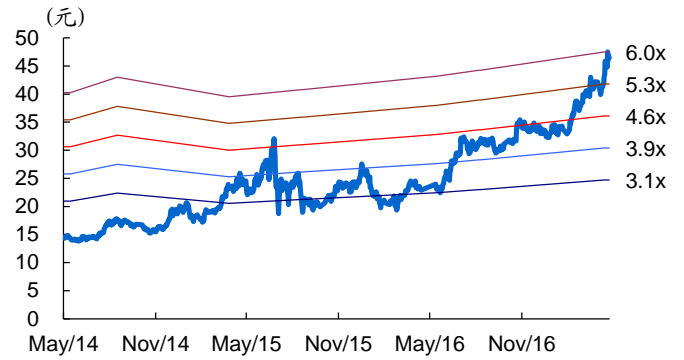
资料来源：公司报表

图 1: 泸州老窖历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 泸州老窖历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《泸州老窖 (000568) —高增长势不可挡, 目标价继续看高》2017-04-19
- 2、《泸州老窖 (000568) —2017 春季糖酒会见闻系列之六》2017-04-05
- 3、《泸州老窖 (000568) —成效显著, 志存高远》2016-12-12

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	9373	9685	11157	12538	14663
现金	3540	4765	5605	6050	7774
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2268	1952	2085	2537	2287
应收款项	12	4	2	2	2
其它应收款	215	220	276	335	403
存货	2860	2488	2561	2860	3296
其他	478	255	628	753	900
<b>非流动资产</b>	3808	3989	4303	4509	4372
长期股权投资	1523	1712	1712	1712	1712
固定资产	1111	1179	1439	1666	1648
无形资产	244	235	212	191	172
其他	931	863	941	941	841
<b>资产总计</b>	<b>13182</b>	<b>13674</b>	<b>15460</b>	<b>17047</b>	<b>19035</b>
<b>流动负债</b>	2713	2463	2718	2929	3237
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	321	485	565	630	727
预收账款	1598	1071	1246	1391	1603
其他	794	907	907	907	907
<b>长期负债</b>	106	86	86	86	86
长期借款	0	0	0	0	0
其他	106	86	86	86	86
<b>负债合计</b>	<b>2819</b>	<b>2549</b>	<b>2804</b>	<b>3015</b>	<b>3323</b>
股本	1402	1402	1402	1402	1402
资本公积金	652	651	651	651	651
留存收益	8222	8977	10479	11815	13446
少数股东权益	86	94	124	163	213
归属于母公司所有者权益	10276	11031	12532	13869	15499
<b>负债及权益合计</b>	<b>13182</b>	<b>13674</b>	<b>15460</b>	<b>17047</b>	<b>19035</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	153	2625	2171	2641	4209
净利润	1473	1928	2624	3435	4379
折旧摊销	162	158	178	209	237
财务费用	3	17	(78)	(87)	(104)
投资收益	(298)	(225)	(208)	(234)	(260)
营运资金变动	(1298)	731	(366)	(727)	(96)
其它	111	17	22	45	53
<b>投资活动现金流</b>	(110)	(236)	(496)	(418)	(100)
资本支出	(79)	(237)	(418)	(418)	(200)
其他投资	(31)	1	(78)	0	100
<b>筹资活动现金流</b>	(1191)	(1169)	(836)	(1778)	(2385)
借款变动	(418)	(327)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(1)	0	0	0
股利分配	(1122)	(1122)	(1122)	(2099)	(2748)
其他	350	280	286	321	363
<b>现金净增加额</b>	<b>(1148)</b>	<b>1219</b>	<b>839</b>	<b>446</b>	<b>1724</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	6900	8304	10427	12685	15248
营业成本	3492	3120	3630	4052	4671
营业税金及附加	518	845	1113	1417	1734
营业费用	874	1539	1829	2161	2445
管理费用	439	544	683	831	953
财务费用	(58)	(59)	(78)	(87)	(104)
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	298	225	208	234	260
<b>营业利润</b>	1934	2540	3459	4545	5808
营业外收入	43	42	30	30	30
营业外支出	10	52	20	20	20
<b>利润总额</b>	1967	2530	3469	4555	5818
所得税	416	580	815	1080	1390
<b>净利润</b>	1551	1950	2654	3474	4428
少数股东损益	78	22	30	39	50
<b>归属于母公司净利润</b>	1473	1928	2624	3435	4379
<b>EPS (元)</b>	1.05	1.37	1.87	2.45	3.12

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	29%	20%	26%	22%	20%
营业利润	62%	31%	36%	31%	28%
净利润	67%	31%	36%	31%	27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.4%	62.4%	65.2%	68.1%	69.4%
净利率	21.3%	23.2%	25.2%	27.1%	28.7%
ROE	14.3%	17.5%	20.9%	24.8%	28.3%
ROIC	13.6%	16.7%	20.0%	23.8%	27.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.4%	18.6%	18.1%	17.7%	17.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.5	3.9	4.1	4.3	4.5
速动比率	2.4	2.9	3.2	3.3	3.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.5
应收帐款周转率	815.0	1030.0	3859.8	7608.6	7567.6
应付帐款周转率	12.5	7.7	6.9	6.8	6.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.05	1.37	1.87	2.45	3.12
每股经营现金	0.11	1.87	1.55	1.88	3.00
每股净资产	7.33	7.87	8.94	9.89	11.05
每股股利	0.80	0.80	1.50	1.96	2.50
<b>估值比率</b>					
PE	39.5	30.2	22.2	16.9	13.3
PB	5.7	5.3	4.6	4.2	3.8
EV/EBITDA	27.2	21.0	15.5	11.8	9.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**董广阳**：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

**杨勇胜**：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

**李晓峰**：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

**欧阳予**：浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。