

# 业绩开门红，全面开启向上空间

——泸州老窖（000568）2017年一季报点评

2017年05月02日

强烈推荐/维持

泸州老窖

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
范垄基	联系人	
	fanlj@dxzq.net.cn	010-66554087

## 事件：

2017年一季度公司营业收入26.7亿元，同比增长20.34%，归属上市公司股东的净利润为7.97亿元，同比增长34.54%，扣非后归母净利润7.96亿元，同比增长35.20%。

## 公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	1317.55	1886.53	2214.52	2054.99	1611.34	2423.14	2670.36
增长率（%）	15.90%	225.49%	16.01%	14.98%	22.30%	28.44%	20.34%
毛利率（%）	56.70%	37.96%	57.39%	61.23%	69.68%	63.25%	70.25%
期间费用率（%）	25.39%	18.87%	16.27%	20.05%	27.98%	33.07%	21.27%
营业利润率（%）	30.97%	9.61%	36.81%	34.20%	31.57%	21.19%	41.16%
净利润（百万元）	326.28	164.74	615.84	536.43	399.83	397.60	821.83
增长率（%）	05.98%	-148.32%	08.84%	08.69%	22.54%	141.35%	33.81%
每股盈利（季度，元）	0.22	0.11	0.42	0.37	0.28	0.30	0.57
资产负债率（%）	18.46%	21.53%	14.77%	22.38%	19.08%	18.64%	16.51%
净资产收益率（%）	3.21%	1.59%	5.63%	5.19%	3.72%	3.57%	6.89%
总资产收益率（%）	2.62%	1.25%	4.80%	4.03%	3.01%	2.91%	5.75%

## 观点：

- 一季报业绩开门红，费用率支出增加抢占中高端市场。公司一季度销售收入26.7亿元，同比增加20.34%，扣非后归母净利润7.96亿元，同比增长35.20%，公司产品销售延续了去年四季度的高涨，尤其是国窖和窖龄等高端白酒销售收入增长带来一季度业绩开门红。公司2017年一季度费用率增长明显，主要是因为公司目前处于调整后的扩张期，公司想通过增强管理和销售提高公司业绩。一季度销售费用4.42亿元，同比增长52.9%，主要是公司继续加大广告宣传和市场营销力度促进销售所致；管理费1.4亿元，同比增长56.36%，主要是公司提高职工薪酬和财产保险费增加所致；高端白酒销量快速增长使得公司销售收入增加进而消费税增加使得税金及附加较去年同比增长90.05%
- 1573和窖龄酒等高端产品的增长带来产品毛利率提升。2017年一季度，公司毛利率为70.25%，同比提高12.8%，主要是因为公司中高档产品的销量提升，低档产品减少。从2016年开始至今公司对中

品位、国窖 1573、特典和窖龄等高端酒提价十几次, 国窖 1573 一年来每瓶涨价达 200 元, 高端产品的竞相提价提高了公司毛利率。伴随消费升级的趋势, 公司高端产品继续发力将会带来毛利率继续提高。

- **公司治理向好产品价格理顺, 非公开发行核准为公司全面发展添动力。**随着公司新管理层上台后的一系列整合和改革, 理顺了产品价格体系, 形成了完整的产品战线, 并对营销模式进行了品牌专营模式的改造, 增强了产品品牌推广力度和公司对营销终端市场的控制力。非公开发行募集的资金将会为公司酿酒工程技改项目 (一期工程) 的实施提供有力的资金保障, 并为公司后续发展增加强劲动力。

### 结论:

随着新换管理层对公司治理的理顺, 公司的产品尤其是中高端产品开始发力, 恢复增长很快, 弹性较大。同时看好公司营销渠道的改变会增强对公司营销终端的控制, 提升公司的品牌效应。我们预计公司2017-2019年归属上市公司的净利润分别为: 23.99亿元、32.06亿元和40.65亿元, 对应EPS分别为1.69元2.27元和2.88元, 维持公司“强烈推荐”投资评级。

**风险提示:** 市场竞争的风险、食品安全的风险、价格波动的风险

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	9373	9685	11296	13302	15898	<b>营业收入</b>	6900	8304	9835	11452	13111
货币资金	3540	4765	5407	7039	9216	<b>营业成本</b>	3492	3120	3693	3717	3794
应收账款	12	4	8	9	11	营业税金及附加	518	845	984	1134	1285
其他应收款	215	220	260	303	347	营业费用	874	1539	1700	1939	2176
预付款项	95	92	129	166	204	管理费用	439	544	639	804	902
存货	2860	2488	2995	3015	3077	财务费用	-58	-59	-51	-62	-81
其他流动资产	372	153	62	-35	-135	资产减值损失	0.63	0.52	1.00	2.00	2.00
<b>非流动资产合计</b>	3808	3989	3481	3296	3110	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1523	1712	1712	1712	1712	投资净收益	298.25	225.05	225.00	225.00	225.00
固定资产	1111	1179	1201	1039	877	<b>营业利润</b>	1934	2540	3095	4143	5259
无形资产	244	235	212	188	165	营业外收入	43.39	41.76	41.00	41.00	41.00
其他非流动资产	2	0	0	0	0	营业外支出	9.93	51.86	20.00	20.00	20.00
<b>资产总计</b>	13182	13674	14777	16597	19008	<b>利润总额</b>	1967	2530	3116	4164	5280
<b>流动负债合计</b>	2713	2463	2439	2652	2927	所得税	416	580	717	958	1214
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1551	1950	2399	3206	4065
应付账款	321	485	455	458	468	少数股东损益	78	22	30	30	30
预收款项	1598	1071	874	1103	1365	归属于母公司净利润	1473	1928	2369	3176	4035
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	2272	2866	3229	4266	5363
<b>非流动负债合计</b>	106	86	40	40	40	<b>BPS (元)</b>	1.05	1.38	1.69	2.27	2.88
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>负债合计</b>	2819	2549	2479	2692	2967	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	86	94	124	154	184	营业收入增长	28.89%	20.35%	18.44%	16.44%	14.48%
实收资本(或股本)	1402	1402	1402	1402	1402	营业利润增长	62.17%	31.36%	21.84%	33.88%	26.93%
资本公积	652	651	651	651	651	归属于母公司净利润	22.89%	30.87%	22.89%	34.08%	27.05%
未分配利润	6593	7398	6735	5929	5008	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	10276	11031	11967	13544	15649	毛利率(%)	49.40%	62.43%	62.45%	67.54%	71.06%
<b>负债和所有者权</b>	13182	13674	14777	16597	19008	净利率(%)	22.47%	23.48%	24.39%	28.00%	31.01%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
<b>经营活动现金流</b>	153	2625	1300	2945	3804	<b>偿债能力</b>					
净利润	1551	1950	2399	3206	4065	资产负债率(%)	21%	19%	17%	16%	16%
折旧摊销	397.14	384.91	0.00	185.57	185.57	流动比率	3.45	3.93	4.63	5.02	5.43
财务费用	-58	-59	-51	-62	-81	速动比率	2.40	2.92	3.40	3.88	4.38
应收账款减少	0	0	-4	-1	-1	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-197	229	262	总资产周转率	0.52	0.62	0.69	0.73	0.74
<b>投资活动现金流</b>	-110	-236	547	223	223	应收账款周转率	815	1030	1642	1309	1299
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	24.73	20.59	20.91	25.07	28.32
长期股权投资减少	0	0	322	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	298	225	225	225	225	每股收益(最新摊薄)	1.05	1.38	1.69	2.27	2.88
<b>筹资活动现金流</b>	-1191	-1169	-1205	-1537	-1849	每股净现金流(最新)	-0.82	0.87	0.46	1.16	1.55
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.33	7.87	8.53	9.66	11.16
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	44.29	33.82	27.52	20.53	16.16
资本公积增加	0	-1	0	0	0	P/B	6.35	5.91	5.45	4.81	4.17
<b>现金净增加额</b>	-1148	1219	642	1631	2178	EV/EBITDA	27.14	21.09	18.52	13.63	10.44

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

## 联系人简介

---

### 范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015 年加盟东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017 年转入东兴证券研究所, 负责食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。