

中航证券金融研究所

分析师：彭海兰

证券执业证书号：S0640517080001

研究助理：刘庆东

证券执业证书号：S0640117120027

电话：010-59562517

邮箱：penghl@avicsec.com

泸州老窖（000568）事件点评：北方市场国窖 1573 提价，淡季挺价静待旺季收获

行业分类：食品饮料

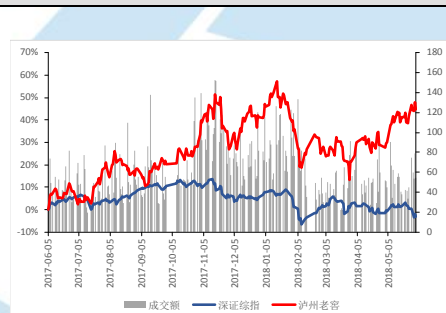
2018 年 6 月 4 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	76
当前股价（18.6.4）	69.54

基础数据

上证指数	3091.19
深证综指	1747.96
总股本（亿）	14.65
流通 A 股（亿）	14.02
流通 A 股市值（亿）	1018.59
每股净资产（元）	8.42
ROE	6.75%
资产负债率	16.51%
动态市盈率	34.28
市净率	6.22

近一年公司与指数走势对比



资料来源：wind

相关报告：《泸州老窖（000569）年报点评：产品分级、聚

焦高端战略效果明显，18 年业绩值得期待》2018-4-11

事件：6 月 1 日，微酒记者从市场获悉：国窖 1573 北方联盟下发了关于 38 度国窖 1573 经典装酒行渠道执行新价格体系的通知。据通知称：经北方联盟会执行会长办公会讨论决定，自 2018 年 6 月 1 日起，酒行渠道 38 度国窖 1573 经典装供货建议价 650 元/瓶，比原来的 550 元提高了 100 元，零售价 739 元/瓶。

主要观点：

● **继华东之后，北方市场再提价，若后续其他地区相继跟进，国窖 1573 整体价格将再次上攻。**在此次北方市场 38 度国窖 1573 酒行渠道调价之前，华东地区酒行渠道已经提价。5 月 21 日，泸州老窖国窖销售公司华东四大核心子公司联合发布《关于执行国窖 1573 经典装酒行渠道新价格体系的通知》，通知建议华东区域酒行渠道 52 度国窖 1573 经典装（规格 500ml*6）供货价 840 元/瓶，团购价 880 元/瓶；38 度国窖 1573 经典装（规格 500ml*6）供货价建议 630 元/瓶，团购价建议 680 元/瓶，均较此前有所提升。无论是 5 月 21 日华东地区的提价，还是此次北方市场的提价，均为针对酒行渠道的建议价格。值得注意的是，此次北方市场仅仅提高了 38 度国窖 1573 的建议价，并未对销量更大的 52 度国窖 1573 提价，反映了逐步试水的谨慎态度。国窖 1573 是公司高端产品和核心单品，公司对其十分重视。今年年初，泸州老窖党委书记、董事长刘淼提出：国窖系列要“超百亿”，泸州老窖战略战术彻底从“防守型”向“进攻型”转变。5 月 15 日，在济南召开的泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司第一次股东大会上，公司制定了国窖 1573 未来三年发展规划，规划中国窖 1573 在 2018、2020 年销售要分别超 100 亿元、200 亿元，未来销量要达到 2 万吨以上。当前北方市场和华东市场的提价，乃至后续其他大区大概率相继提价，对于在酒类销售相对的淡季进行稳市、抢市和提振市场信心都有积极的意义，符合公司对国窖系列的战略规划，有助于实现公司的整体发展目标。

● **公司 18 年第一季度业绩表现优异。**18Q1 公司实现营收 33.70 亿元，同比增 26.20%，略高于公司定下的全年营收增 25% 的目标；实现归母净利润 12.11 亿元，同比增 51.86%。一季度有 1.57 亿元被计入非经常性损益，主要为公司参股公司华西证券上市而产生的投资收益增加 1.53 亿元及收到的政府补助 0.04 亿元。排除非经常性损益的影响，公司 18Q1 实现扣非归母净利润 10.54 亿元，同比增 32.39%，与 17 年一季度较 16 年一季度的同比增 35.20% 相比，基本持平。一季度公司毛利率 74.67%，比去年同期增加了 4.41 个百分点，主要系公司中高端产品收入增速较快。销售费用一季度发生额较上期发生额增加 1.72 亿元，增幅 38.66%，主要系为了促进销售而继续加大广告宣传和市场营销力度，导致广告宣传费及市场拓展费用增加。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

- **稳中端，冲高端，18 年业绩值得期待。**公司实行五大单品的产品战略，分别为高端酒国窖 1573、中端酒特曲和窖龄酒以及低端酒头曲和二曲。其中，国窖 1573 相对最重要，倍受公司重视。公司在 5 月 11 日的网上投资者交流活动中表示：国窖 1573 是公司的形象产品、价值产品和利润产品，担负着引领泸州老窖品系冲刺的重任。公司对国窖 1573 产品有较为详细的战略目标与实施规划，努力将其打造成为超级大单品。经过公司努力经营，国窖 1573 已成功占据“浓香国酒”品牌高地，广受消费者认可。据 17 年年报，国窖 1573 毛利率达 90.36%，高出公司总体酒类销售毛利率 18.63 个百分点。库存方面，据公司在网上投资者交流活动中的反馈，截止 5 月 11 日，国窖 1573 在经销商与终端库存保持较低水平。考虑到公司未来持续的销售资源投入，国窖 1573 今年后几个季度有很大概率继续维持良好的销售情况。中端酒方面，特曲产品打响“浓香正宗，中国味道”品牌价值回归攻坚战，形成了特曲系列齐头并进的良好势头。窖龄酒坚持“商务精英第一用酒”的定位，塑造了品牌形象，扩大了圈层影响。据网上投资者交流会，公司中端酒 18 年一季度增速较快，成为国窖 1573 之外，公司业绩的另一个重要支撑点。低端酒方面，公司突出头曲、二曲“大众消费第一品牌”定位，未来随着大众市场的进一步开发，低端酒也将给公司业绩带来一定提升。另外，针对年轻群体，公司已推出了十二星座预调酒、百调现调基酒、橡木桶白酒等产品，预计也将为公司业绩做出一定贡献。2018 年被公司定为“冲刺年”，预计公司继续延续稳中端、冲高端的态势，业绩继续较大幅度增长，向实现 2020 年营收达到 300 亿元的目标迈出重要一步。
- **风险因素：**白酒行业景气度下滑，高端酒销售不及预期，食品安全风险。
- 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.46 元、3.25 元和 4.26 元，对应当前股价的 PE 分别为 28.27 倍、21.41 倍和 16.33 倍，考虑到公司一季度优异的业绩表现及后几个季度良好的业绩预期，18 年给予 31 倍动态市盈率的目标价，对应 76 元，继续给予买入评级。

图表一：盈利预测表（单位：百万元）

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10394.87	13201.48	17029.91	22309.18	净利润	2602.02	3665.54	4838.47	6345.54
营业成本	2917.82	3366.38	4002.03	5131.11	折旧与摊销	169.40	285.20	297.36	312.24
营业税金及附加	1335.11	1343.13	1884.04	2534.40	财务费用	-106.90	4.73	5.88	8.40
销售费用	2411.88	3063.09	3951.39	5176.32	资产减值损失	0.45	0.45	0.45	0.45
管理费用	569.45	723.21	932.94	1222.15	经营营运资本变动	1004.33	-281.98	-288.09	-559.25
财务费用	-106.90	4.73	5.88	8.40	其他	24.10	-138.61	-139.59	-138.98
资产减值损失	0.45	0.45	0.45	0.45	经营性现金流净额	3693.41	3535.33	4714.48	5968.40
投资收益	138.32	138.16	139.14	138.54	资本支出	-1339.16	-700.00	-700.00	-700.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-57.28	-67.40	-35.53	-50.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-1396.44	-767.40	-735.53	-750.63
营业利润	3428.21	4838.66	6392.32	8374.89	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.51	-1.50	-7.32	-1.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3433.72	4837.16	6385.00	8373.79	股权融资	2954.68	0.00	0.00	0.00
所得税	831.69	1171.63	1546.54	2028.25	支付股利	-1346.16	-1786.24	-2516.32	-3321.51
净利润	2602.02	3665.54	4838.47	6345.54	其他	-282.16	-185.90	-15.83	-18.34
少数股东损益	44.08	62.10	81.97	107.50	筹资性现金流净额	1326.35	-1972.14	-2532.14	-3339.85
归属母公司股东净利润	2557.94	3603.44	4756.50	6238.04	现金流量净额	3623.17	795.79	1446.81	1877.91
资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	8449.62	9245.41	10692.22	12570.13	成长能力				
应收和预付款项	2919.84	3685.19	4730.80	6189.79	销售收入增长率	25.18%	27.00%	29.00%	31.00%
存货	2811.87	3244.14	3856.71	4944.80	营业利润增长率	34.97%	41.14%	32.11%	31.01%
其他流动资产	87.40	111.00	143.19	187.58	净利润增长率	33.46%	40.87%	32.00%	31.15%
长期股权投资	1824.89	1957.29	2089.69	2222.09	EBITDA 增长率	32.27%	46.92%	30.55%	29.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2697.16	3153.06	3596.81	4025.67	毛利率	71.93%	74.50%	76.50%	77.00%
无形资产和开发支出	231.04	189.93	148.82	107.72	三费率	27.65%	28.72%	28.72%	28.72%
其他非流动资产	733.94	807.10	849.37	906.14	净利率	25.03%	27.77%	28.41%	28.44%
资产总计	19755.76	22393.14	26107.62	31153.92	ROE	16.99%	21.54%	25.01%	28.37%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.17%	16.37%	18.53%	20.37%
应付和预收款项	3824.03	4754.39	6030.63	7866.54	ROIC	45.44%	57.10%	63.56%	69.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.58%	38.85%	39.32%	38.98%
其他负债	619.13	618.08	734.18	920.54	营运能力				
负债合计	4443.17	5372.47	6764.81	8787.08	总资产周转率	0.62	0.63	0.70	0.78
股本	1464.75	1464.75	1464.75	1464.75	固定资产周转率	9.01	12.40	18.07	26.71
资本公积	3543.52	3543.52	3543.52	3543.52	应收账款周转率	1745.93	1452.30	1462.29	1472.10
留存收益	9991.95	11809.15	14049.33	16965.87	存货周转率	1.10	1.11	1.13	1.17
归属母公司股东权益	15171.45	16817.42	19057.61	21974.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.49%	—	—	—
少数股东权益	141.15	203.24	285.21	392.70	资本结构				
股东权益合计	15312.59	17020.67	19342.81	22366.84	资产负债率	22.49%	23.99%	25.91%	28.21%
负债和股东权益合计	19755.76	22393.14	26107.62	31153.92	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.27	3.07	2.90	2.73
					速动比率	2.62	2.46	2.32	2.17
					股利支付率	52.63%	49.57%	52.90%	53.25%
					每股指标				
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股收益	1.75	2.46	3.25	4.26
EBITDA	3490.71	5128.59	6695.57	8695.53	每股净资产	10.45	11.62	13.21	15.27
PE	39.82	28.27	21.41	16.33	每股经营现金	2.522	2.414	3.219	4.075
PB	6.65	5.98	5.27	4.55	每股股利	0.919	1.219	1.718	2.268
PS	9.80	7.72	5.98	4.57					
EV/EBITDA	26.549	17.901	13.489	10.164					
股息率	0.013	0.018	0.025	0.033					

资料来源：wind、中航证券金融研究所

资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所食品饮料行业分析师。

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。