

泸州老窖 (000568)

提价+放量业绩确定，定增落地助力长远发展

2017年07月30日

买入（维持）

证券分析师 马浩博

S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

证券分析师 周恺锴

S0600514070001

zhoukk@dwzq.com.cn

事件：泸州老窖发布公告，非公开发行股票获得证监会核准批文。7月22日，公司发布调价通告，调整1573出厂价格，计划内价格从680提升到740/瓶，计划外价格提升到810/瓶。

投资要点：

■ **国窖继续保持高增长，率先开启高端酒提价模式。**根据微酒报道，国窖1573上半年已经完成了全年任务额的60%，销售口径同比增长约80%左右，目前回款已经超过40亿。我们认为，上半年1573动销旺盛、高速增长，使得公司率先调整产品价格。此次1573出厂价格从计划内680提到740，超过五粮液普五计划内739价格。草根调研，目前1573渠道库存正常，公司从年初开始主动控制经销商打款，一批价格稳定在680-710之间。随着茅台、普五批价继续上涨，未来价格有望进一步上行。我们认为，1573有望在旺季来临前，通过提高出厂价、继续推高市场一批价格和零售价格，增厚渠道利润、带动经销商旺季备货和打款积极性，从而挤压竞品经销商资金和库存，为下半年旺季放量做准备。

■ **中端酒继续发力，产品结构持续提高：**根据微酒报道，窖龄酒上半年销售突破10亿，预计同比增长40-50%，销售达成全年目标六成。窖龄酒7月再次宣布提价策略，窖龄30，60分别提高出厂价格10元/瓶。我们认为，中高端酒整体供需格局历史最优，公司中高端品牌窖龄和特曲17年继续采用停货、配合渠道政策理顺窖龄和特曲价格、清理渠道库存，不断打造腰部产品增长点。草根调研，二季度特曲全国化招商顺利，窖龄产品结构从窖龄30，升级为聚焦窖龄60，产品结构升级最为明显。

■ **营销改革成效显著，定增获批保障产能。**公司聚焦五大单品，按照品牌成立事业部，集中资源推动核心品牌快速发展。新任管理层“刘林组合”改革大刀阔斧，销售渠道扁平化改革，采用直分销模式，销售人员直接控制终端。销售人员规模也大幅提升，预计17年达到7000人规模。同时近期公告定增30亿元投入酿酒技改项目已通过审核，我们认为公司固定资产和资本投入长期偏低，此次通过定增实施技改，在优化升级产品质量的同时置换高端基酒产能，未来能更好的支持中高端酒放量。

■ **盈利预测与投资建议：**我们认为，公司在高端白酒中，业绩弹性大，高端酒国窖量价齐升，中高端增长带动产品结构升级，有望加速利润释放。考虑到公司中高端酒价格上涨提升净利，我们上调17-18年EPS至1.82/2.35/2.92元，同比增长32%/29%/24%，对应PEx30/23/19倍，考虑定增摊薄后EPS1.64/2.12/2.64元，对应摊薄后PEx34/26/21倍，维持买入评级。

风险提示：品牌调整，低端酒收入下滑超过预期；新品开发和收入不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.13
一年最低价/最高价	28.6/55.19
市净率	7.39
流通市值(亿)	773.06

基础数据

每股净资产	8.42
资产负债率	16.51
总股本(百万股)	1402.25
流通股A股(百万股)	1401.77

相关研究

1. 泸州老窖：产品结构升级加速利润增长，弹性最高中高端品牌——20170430
2. 泸州老窖：4Q16超高业绩增速提振高端白酒行业信心，1Q17有望开门红——20170419
2. 泸州老窖：业绩超预期，特曲放量增长——20161028

图表 1: 泸州老窖三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9684.9	11709.9	12505.2	13857.1	营业收入	8304.0	10353.7	12433.9	14675.2
现金	4765.3	5150.4	4865.6	4968.2	营业成本	3119.5	3519.8	3930.3	4479.6
应收款项	2175.8	3228.6	3877.3	4576.2	营业税金及附加	844.6	698.9	808.2	953.9
存货	2488.3	2807.6	3135.0	3573.1	营业费用	1539.3	1915.4	2362.4	2788.3
其他	255.5	523.3	627.4	739.6	管理费用	543.9	668.3	820.6	983.2
非流动资产	3989.1	4898.2	5790.6	6665.4	财务费用	-58.8	-43.8	-13.9	-9.6
长期股权投资	1712.2	1712.2	1712.2	1712.2	投资净收益	225.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	1362.7	2279.6	3179.5	4061.7	其他	-0.5	0.0	0.0	0.0
无形资产	235.3	227.4	219.9	212.5	营业利润	2540.0	3595.0	4526.3	5479.8
其他	679.1	679.1	679.1	679.1	营业外净收支	-10.1	50.0	50.0	50.0
资产总计	13674.0	16608.1	18295.8	20522.5	利润总额	2529.9	3645.0	4576.3	5529.8
流动负债	2463.4	4315.5	4662.8	5291.4	所得税费用	580.2	874.8	1144.1	1437.7
短期借款	0.0	1200.0	1200.0	1200.0	少数股东损益	22.0	221.6	137.3	0.0
应付账款	485.3	435.7	549.0	590.1	归属母公司净利润	1927.7	2548.6	3294.9	4092.0
其他	1978.1	2679.8	2913.8	3501.3	EBIT	2256.7	3551.3	4512.3	5470.2
非流动负债	86.0	86.0	86.0	86.0	EBITDA	2414.6	3701.7	4716.2	5734.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	86.0	86.0	86.0	86.0	每股收益(元)	1.37	1.82	2.35	2.92
负债总计	2549.4	4401.5	4748.8	5377.4	每股净资产(元)	7.87	8.58	9.49	10.63
少数股东权益	94.1	180.7	234.3	234.3	发行在外股份(百万股)	1402.3	1402.3	1402.3	1402.3
归属母公司股东权益	11030.5	12025.9	13312.7	14910.8	ROIC(%)	19.1%	31.5%	39.6%	40.0%
负债和股东权益总计	13674.0	16608.1	18295.8	20522.5	ROE(%)	17.5%	21.2%	24.8%	27.4%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	62.4%	66.0%	68.4%	69.5%
经营活动现金流	2625.1	1802.3	2819.5	3735.2	EBIT Margin(%)	27.2%	34.3%	36.3%	37.3%
投资活动现金流	-236.5	-1064.0	-1096.2	-1138.6	销售净利率(%)	23.2%	24.6%	26.5%	27.9%
筹资活动现金流	-1169.4	-353.3	-2008.1	-2493.9	资产负债率(%)	18.6%	26.5%	26.0%	26.2%
现金净增加额	1219.3	385.1	-284.8	102.6	收入增长率(%)	20.3%	24.7%	20.1%	18.0%
折旧和摊销	158	150	204	264	净利润增长率(%)	30.9%	32.2%	29.3%	24.2%
营运资本变动	714	-983	-733	-621	PE	40.10	30.33	23.46	18.89
企业自由现金流	2680.4	807.2	1759.0	2552.5	PB	7.01	6.43	5.81	5.18

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>