

高端酒快速增长带动利润率提升

——泸州老窖（000568）2017年半年报点评

2017年08月28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	
焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	
范堃基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn 010-66554025	

事件：

2017年1-6月公司实现营业收入51.16亿元，同比增长19.41%，实现归属于上市公司股东净利润14.67亿元，同比增长32.73%，EPS 1.05元。其中17Q2实现营业收入24.46亿元，同比增长19.32%。

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	2219.05	2050.47	1611.34	2423.14	2670.36
增长率（%）	15.90%	225.49%	16.25%	14.73%	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%	16.43%	19.89%	27.98%	33.07%	21.27%
营业利润率（%）	30.97%	9.61%	36.63%	34.39%	31.57%	21.19%	41.16%
净利润（百万元）	326.28	164.74	614.19	538.08	399.83	397.60	821.83
增长率（%）	05.98%	-148.32%	08.55%	09.03%	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%	20.49%	16.51%
净资产收益率（%）	3.21%	1.59%	5.61%	5.20%	3.72%	3.58%	6.89%
总资产收益率（%）	2.62%	1.25%	4.78%	4.04%	3.01%	2.85%	5.75%

观点：

- **销售渠道构建成效明显，费用率有所增加。**公司推进两级化渠道和控盘分利等营销模式，坚持直控终端和直达消费者，进一步推进核心网点建设，实现了资源整合与信心提振。公司通过高端白酒1573积极拓展消费群体，提升品牌拉力，抢占品牌宣传制高点。17H1公司销售费用为8.6亿，同比增长42.9%，主要系为了促进销售，公司加强了广告宣传力度和市场促销和开发所致。管理费用增长32.1%主要系公司员工增加计提绩效工资增加所致。本报告期公司加大了研发材料和技术咨询的投入，导致研发投入较去年同期同比增长34.5%。

- **公司各项调整到位，业绩增长确定性强。**随着公司产品线的理顺和产品价格的调整到位以及全国化品牌专营模式的建立和招商工作的顺利进行，公司未来业绩持续增长确定性较高。1573 作为公司龙头单品在高端酒市场有重要的地位和影响力，上半年全国轮动招商顺利，促进 1573 销量 40%以上高速增长；特曲和窖龄在 200-500 元的次高端价格带有很高的性价比，受益于消费升级对公司未来发展形成强劲的腰部支撑；头曲、二曲定位低档酒，今年调整结束，有望分享低档酒广阔蓝海的巨大市场。分地区来看，17H1 华中地区营收较去年同比增长 56.1%，华北地区同比增长 28.8%，西南地区同比增长 10.8%，三大主要销售区域均保持了快速的增长势头。
- **产品线价格理顺，毛利率水平迅速提高。**面对市场供货紧缺的局面，2016 年开始高端和中端三大单品频繁提价，价格体系有望继续上移，提高公司毛利率。公司 2014 年毛利率仅为 44%，随着公司对产品的改革和价格体系的调整，2016 年和 17H1 毛利率水平迅速回升，分别为 61.8%和 68.3%。
- **募投项目释放产能，国改激发动力。**公司非公开已经获得证监会批文，拟融资30亿元，将全部投入酿酒工程技改项目（一期工程）。技改完成后，公司将建成优质基酒生产窖池7000口，形成年产优质基酒10万吨，曲药10万吨，储酒能力30万吨的现代化产业基地。逐步实现对落后产能的替代，进一步优化公司现有产品结构，提升公司在中高端白酒领域的市场占有率，从而提高公司整体效益。公司也会考虑在混合所有制改革、股权激励、员工持股以及兼并收购等多种方式进行改革，通过改革引入各类投资主体，使公司股权结构多元化，内部约束更有效，并以市场化因素来实现对企业管理层及员工的相应激励，提高公司国有资本利用效率。

结论：

公司是浓香酒典范，高端和中端白酒 2015 年走出调整后持续稳定增长，2017 年业绩有望加速成长。我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 107.23 亿元、132.12 亿元和 157.59 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 27.31 亿元、35.2 亿元和 44.83 亿元；考虑公司 2017 年大概率能完成增发约 6000 万股，摊薄后每股收益分别为 1.85 元 2.39 元和 3.05 元，对应 PE 分别为 39.64X、22.94X 和 17.98X。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、白酒行业政策风险

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
流动资产合计	9373	9685	11271	13562	16476	营业收入	6900	8304	10723	13212	15759
货币资金	3540	4765	5270	6403	8172	营业成本	3492	3120	3521	4163	4650
应收账款	12	4	9	11	13	营业税金及附加	518	845	1072	1308	1545
其他应收款	215	220	284	349	417	营业费用	874	1539	2187	2640	3086
预付款项	95	92	127	169	215	管理费用	439	544	708	855	999
存货	2860	2488	2846	3364	3758	财务费用	-58	-59	-50	-58	-73
其他流动资产	372	153	81	31	82	资产减值损失	0.63	0.52	0.00	0.00	1.00
非流动资产合计	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	250.00	250.00	250.00
固定资产	1111	1179	1201	1039	877	营业利润	1934	2540	3536	4555	5801
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	30.00	25.00	20.00
资产总计	13182	13674	14752	16858	19586	利润总额	1967	2530	3547	4571	5822
流动负债合计	2713	2463	2198	2541	2916	所得税	416	580	816	1051	1339
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1551	1950	2731	3520	4483
应付账款	321	485	434	513	573	少数股东损益	78	22	30	30	30
预收款项	1598	1071	856	1121	1436	归属母公司净利润	1473	1928	2701	3490	4453
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	2272	2866	3671	4682	5914
非流动负债合计	106	86	40	40	40	BPS (元)	1.05	1.38	1.85	2.39	3.05
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	2819	2549	2238	2581	2956	成长能力					
少数股东权益	86	94	124	154	184	营业收入增长	28.89%	20.35%	29.14%	23.21%	19.27%
实收资本(或股本)	1402	1402	1462	1462	1462	营业利润增长	62.17%	31.36%	39.20%	28.83%	27.35%
资本公积	652	651	651	651	651	归属于母公司净利润	40.11%	30.87%	40.11%	29.20%	27.60%
未分配利润	6593	7398	6642	5757	4740	获利能力					
归属母公司股东权	10276	11031	12183	13916	16239	毛利率(%)	49.40%	62.43%	67.16%	68.49%	70.49%
负债和所有者权	13182	13674	14752	16858	19586	净利率(%)	22.47%	23.48%	25.47%	26.64%	28.45%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	153	2625	1254	2581	3578	偿债能力					
净利润	1551	1950	2731	3520	4483	资产负债率(%)	21%	19%	15%	15%	15%
折旧摊销	397.14	384.91	0.00	185.57	185.57	流动比率	3.45	3.93	5.13	5.34	5.65
财务费用	-58	-59	-50	-58	-73	速动比率	2.40	2.92	3.83	4.01	4.36
应收账款减少	0	0	-5	-2	-2	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-214	264	315	总资产周转率	0.52	0.62	0.75	0.84	0.86
投资活动现金流	-110	-236	573	250	249	应收账款周转率	815	1030	1687	1343	1324
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	24.73	20.59	23.33	27.89	29.01
长期股权投资减少	0	0	322	0	0	每股指标(元)					
投资收益	298	225	250	250	250	每股收益(最新摊薄)	1.05	1.38	1.85	2.39	3.05
筹资活动现金流	-1191	-1169	-1321	-1699	-2057	每股净现金流(最新)	-0.82	0.87	0.35	0.77	1.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.33	7.87	8.33	9.52	11.11
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	60	0	0	P/E	52.13	39.81	29.64	22.94	17.98
资本公积增加	0	-1	0	0	0	P/B	7.47	6.96	6.57	5.75	4.93
现金净增加额	-1148	1219	505	1132	1770	EV/EBITDA	32.22	25.12	20.37	15.73	12.15

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，9 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，5 年食品饮料行业研究经验。

范垄基

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 年加入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。

联系人简介

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。