

产品挺价持续，业绩稳定增长

——泸州老窖（000568）三季度财报点评

2017年10月27日

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1-9月公司累计实现营业收入72.8亿元，同比增长23.03%，归属上市公司股东的净利润为19.97亿元，同比增长33.11%。其中2017Q3实现营业收入21.64亿元，同比增长32.53%，归属上市公司股东的净利润为5.3亿元，同比增长34.15%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	2219.05	2065.31	1632.84	2386.79	2670.36	2445.65	2164.01
增长率（%）	16.25%	15.56%	23.93%	26.52%	20.34%	18.42%	32.53%
毛利率（%）	57.39%	60.94%	69.40%	63.64%	70.25%	66.72%	81.25%
期间费用率（%）	16.43%	20.17%	28.03%	32.92%	21.27%	21.69%	33.12%
营业利润率（%）	36.63%	33.80%	31.25%	21.74%	41.16%	35.08%	34.41%
净利润（百万元）	614.19	530.91	401.21	403.39	821.83	687.49	542.10
增长率（%）	08.55%	07.58%	22.97%	144.86%	33.81%	29.49%	35.12%
每股盈利（季度，元）	0.42	0.37	0.28	0.30	0.57	0.48	0.36
资产负债率（%）	14.77%	22.38%	19.08%	20.49%	16.51%	18.19%	17.70%
净资产收益率（%）	5.61%	5.13%	3.74%	3.63%	6.89%	6.09%	3.67%
总资产收益率（%）	4.78%	3.98%	3.02%	2.89%	5.75%	4.99%	3.02%

观点：

- **公司产品终端需求强劲，高端白酒增速较快。**以1573为代表的高端产品销售收入预计增长50%以上，中档酒窖龄和特曲持续挺价，增速持平，头曲二曲走出调整有10%左右的增长。2017年1-9月，经销商打款积极，预付货款增加，预收账款较年初增加3.46亿元，增长31.74%；由于预付工程项目相关费用，公司预付账款较年初增加3.87亿元，增长422.4%。公司今年为了拓展市场促进销售，继续加大广告宣传和市场营销活动，销售费用较去年同期增加5.2亿元，增长55.23%。
- **产品线价格理顺，挺价带动毛利率水平提高。**2016年开始高端和中端三大单品频繁断货提价，价格体系

继续上移。2017年3月1573零售价提至899元, 国庆后又提至969元, 直接对标普五, 并且设立了促销价820元的底线, 1573出厂价也在不断提高。在次高端品种中, 特曲60团购价从380元提高到438元, 零售480元。随着公司对产品线改革和价格体系的调整, 2016年和17H1毛利率水平持续迅速回升, 分别为61.8%和68.3%, 17Q3单季毛利率达81.25%, 同比增长11.85pct, 环比增长14.53pct, 如果挺价策略成功, 公司毛利率有望继续提高。

- **募投项目释放产能, 国企改革激发动力。**公司9月完成非公开发行, 融资30亿元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, 2017年公司高端白酒1573销售旺盛带动公司业绩加速增长, 头曲和二曲销售也逐渐向好走出调整。伴随公司挺价顺利进行, 预计1573、窖龄和特曲三个系列白酒有望持续增长, 并带动公司毛利率提升。我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为105.88亿元、128.83亿元和152.9亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为26.58亿元、33.38亿元和42.26亿元, 对应EPS分别为1.79元、2.26元和2.86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
流动资产合计	9373	9685	11227	13407	16173	营业收入	6900	8304	10588	12883	15290
货币资金	3540	4765	5356	6523	8218	营业成本	3492	3120	3403	3927	4376
应收账款	12	4	9	11	13	营业税金及附加	518	845	1069	1288	1514
其他应收款	215	220	280	341	404	营业费用	874	1539	2277	2826	3286
预付款项	95	92	126	165	209	管理费用	439	544	699	833	969
存货	2860	2488	2750	3174	3537	财务费用	-58	-59	-51	-59	-74
其他流动资产	372	153	85	39	87	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	3441	4318	5468
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	14708	16703	19283	利润总额	1967	2530	3452	4334	5489
流动负债合计	2713	2463	2186	2508	2869	所得税	416	580	794	997	1262
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1551	1950	2658	3338	4226
应付账款	321	485	420	484	539	少数股东损益	78	22	30	30	30
预收款项	1598	1071	859	1117	1422	归属于母公司净利润	1473	1928	2628	3308	4196
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	2272	2866	3576	4445	5579
非流动负债合计	106	86	40	40	40	BPS (元)	1.05	1.38	1.79	2.26	2.86
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	2226	2548	2909	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%	27.51%	21.68%	18.68%
实收资本(或股本)	1402	1402	1465	1465	1465	营业利润增长	62.17%	31.36%	35.46%	25.51%	26.61%
资本公积	652	651	651	651	651	归属于母公司净利润	36.32%	30.87%	36.32%	25.87%	26.87%
未分配利润	6593	7398	6662	5824	4866	获利能力					
归属母公司股东权	10276	11031	12151	13794	15983	毛利率(%)	49.40%	62.43%	67.86%	69.52%	71.38%
负债和所有者权	13182	13674	14708	16703	19283	净利率(%)	22.47%	23.48%	25.10%	25.91%	27.64%
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	1298	2522	3380	偿债能力					
净利润	1551	1950	2658	3338	4226	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	5.14	5.35	5.64
财务费用	-58	-59	-51	-59	-74	速动比率	2.40	2.92	3.88	4.08	4.40
应收账款减少	0	0	-5	-2	-2	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-212	258	306	总资产周转率	0.52	0.62	0.75	0.82	0.85
投资活动现金流	-110	-236	573	250	249	应收账款周转率	815	1030	1680	1336	1321
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	24.73	20.59	23.40	28.51	29.87
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	1.79	2.26	2.86
筹资活动现金流	-1191	-1169	-1280	-1606	-1933	每股净现金流(最新)	-0.82	0.87	0.40	0.80	1.16
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.33	7.87	8.30	9.42	10.91
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	63	0	0	P/E	56.05	42.80	32.80	26.06	20.54
资本公积增加	0	-1	0	0	0	P/B	8.03	7.48	7.09	6.25	5.39
现金净增加额	-1148	1219	591	1166	1696	EV/EBITDA	34.76	27.13	22.61	17.93	13.98

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。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

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。