

2018年03月29日

证券研究报告·动态跟踪报告

泸州老窖 (000568) 食品饮料

买入

当前价: 52.81 元

目标价: 75.60 元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 产品结构升级明显, 看好公司长期稳健增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年和 2018 年一季度业绩快报, 17 年全年实现收入 104 亿元, 同比+20%, 归母净利润 25.6 亿元, 同比+30% (不考虑报表调整下, 全年收入同比+25%, 归母净利润同比+33%); 其中 17Q4 收入 31 亿元, 同比+29%, 归母净利润 5.6 亿元, 同比+33%; 同时 18Q1 收入增速 25% 以上, 归母净利润 12.0 亿元-12.8 亿元, 同比+50%-60%; 符合预期。
- **17 年高端酒继续保持高速增长, 中档酒特曲调整完毕, 窖龄尚待时日, 18 年 Q1 中高端快速增长, 产品结构升级明显:** 1、高档酒 1573: 估计全年增速在 50% 以上, 经过 2016 年以来渠道梳理、品牌公司模式运营、产品持续提价, 高端品牌的打造及渠道费用落地和推广, 同时受益于茅台供不应求及价格高企, 国窖高速增长; 根据渠道调研, 18Q1 核心区域国窖继续保持高速增长态势。2、中档酒: 17 年是老字号特曲梳理的一年, 估计增速 5% 左右, 经过一年多时间的持续提价和渠道库存梳理, 特曲已经理顺, 18 年是老字号特曲重新打造的一年, 估计 18Q1 老字号特曲增速 30% 左右; 特曲 60: 从四川向全国推广, 18Q1 经销商数量大幅增加, 打款超预期; 窖龄酒: 仍处于梳理中, 且避免与老字号特曲形成竞争。3、头曲和二曲及其他系列酒: 增速并不乐观, 仍需时日。同时, 值得重视的是公司 18Q1 产品结构升级明显, 华西证券上市投资收益 1.5 亿元, 剔除税影响后, 估计对归母净利润影响 1.1 亿元左右, 18Q1 公司主业归母净利润增速 35%-45%。
- **看好公司持续稳健增长:** 1、公司产品系列最全, 且中档酒品牌知名度高, 叠加优秀管理层和灵活市场运作, 成长空间广阔。国窖 1573: 聚焦核心市场西南、华北和华中区域, 同时开拓华东和华南市场; 通过国窖窖龄锁定核心客户人群, 品牌公司运营模式, 渠道管控能力明显增强, 费用投放效率高, 且利于市场开拓; 持续打造历史沉淀的浓香鼻祖优质品牌, 不断拔高品牌力。中端: 特曲 60、晶彩版、老字号协同发力, 特曲 60 和晶彩版定位于次高端, 商务消费和个人消费的结合, 根据草根调研, 特曲 60 春节期间打款积极, 晶彩版在四川和江浙一带带动销乐观; 老字号特曲充分利用品牌效应, 在河南、河北和山东等核心区域增加费用投放和资源匹配, 且贴合老百姓消费价位, 有望重拾快速增长; 窖龄酒尚需时日, 继续梳理。头曲和二曲较为平稳, 但毛利率有望上行。2、高中档酒价格体系梳理完毕, 加大费用投放带动收入快速增长。2016 年国窖梳理完毕、2017 年特曲系列梳理完毕, 目前国窖和特曲较竞品, 终端渠道利润丰厚, 渠道推力明显。2018 年将加大费用投入, 中高档酒再次迎来快速增长。3、管理层出身一线, 销售体系灵活, 扁平化的渠道模式, 利于掌控终端; 同时, 结合经销商高灵活性、融合到品牌公司, 便于渠道开拓和维护, 为公司业绩高增长带来渠道方面的创新。
- **盈利预测与评级。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.75 元、2.52 元、3.28 元, 未来三年归母净利润将保持 35% 的复合增长率。给予公司 2018 年 30 倍估值, 对应目标价 75.6 元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场开拓或未达预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	8304.00	10393.00	13296.12	16537.00
增长率	20.35%	25.16%	27.93%	24.37%
归属母公司净利润 (百万元)	1927.74	2569.97	3688.19	4809.43
增长率	30.87%	33.32%	43.51%	30.40%
每股收益 EPS (元)	1.32	1.75	2.52	3.28
净资产收益率 ROE	17.53%	17.78%	21.86%	24.22%
PE	40	30	21	16
PB	6.95	5.29	4.53	3.85

数据来源: Wind, 西南证券

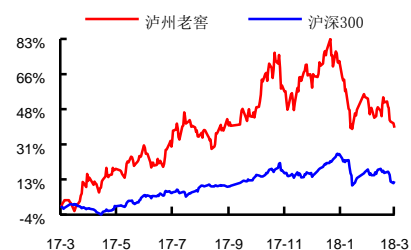
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌  
执业证号: S1250517080001  
电话: 021-58351839  
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲  
电话: 0755-23614240  
邮箱: zijfei@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	14.65
流通 A 股(亿股)	14.02
52 周内股价区间(元)	39.95-73.37
总市值(亿元)	773.53
总资产(亿元)	179.72
每股净资产(元)	10.00

### 相关研究

### 关键假设:

未来三年白酒行业依然呈现稳中上升的态势,尤其是随着人均收入的提升,消费升级持续推动中高端酒消费。

1) 预计 1573 未来三年量分别增长为 42%、33%、30%, 价格增长 16%、7%、2%; 中档酒特曲和窖龄未来三年量分别增长为 3%、21%、22%, 价格增长 5%、5%、2%; 低端酒头曲和二曲及系列酒量分别增长为-3%、0%、1%、价格增长 1%、3%、1%。

2) 未来三年销售费用率维持在 20%左右, 管理费用率维持在 6%左右。

**表 1: 泸州老窖未来三年分项盈利预测**

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>						
营业收入	5,353	6,900	8,304	10,393	13,296	16,537
yoy	-49%	29%	20%	25%	28%	24%
营业成本	2,804	3,492	3,120	2,963	3,345	3,698
毛利率	48%	49%	62%	71%	75%	78%
<b>高档酒 (1573及以上系列)</b>						
量 (吨)	1082	2084	3687	5235	6963	9052
YOY		92.6%	50.0%	42.0%	33.0%	30.0%
吨价 (万元/吨)	83	74	79.2	92	98	100
YOY		-10.8%	7.0%	16.2%	6.5%	2.0%
收入 (百万元)	898	1542	2920	4817	6824	9052
YOY		72%	89%	65%	42%	33%
毛利率	88.06%	82.31%	88.13%	93.00%	93.00%	93.30%
成本 (百万元)	107	273	347	337	478	606
<b>中档酒 (特曲及窖龄系列)</b>						
量 (吨)	3907	9524	14689	15130	18307	22335
YOY		61.9%	35.0%	3.0%	21.0%	22.0%
吨价 (万元/吨)	15	17	19	20	21	21.5
YOY		13.3%	11.8%	5.3%	5.0%	2.4%
收入 (百万元)	586	1619	2791	3026	3845	4802
YOY		176%	72%	8%	27%	25%
毛利率	51.40%	57.53%	68.37%	75.50%	76.00%	77.00%
成本 (百万元)	285	688	883	741	923	1104
<b>低档酒 (头曲、二曲、系列酒)</b>						
量 (吨)	184291.4	178463.7	159480.7	154696.2	154696.2	156243.2
YOY		-3.2%	-10.6%	-3.0%	0.0%	1.0%
吨价 (万元/吨)	1.9	1.9	1.5	1.5	1.6	1.6
YOY		0.0%	-22.5%	1.2%	3.3%	1.3%
收入 (百万元)	3522.0	3410.0	2363.0	2320.4	2397.8	2453.0
YOY		-3%	-31%	-2%	3%	2%
毛利率	32%	27%	22%	22%	22%	22%
成本 (百万元)	2380	2499	1852	1810	1870	1913
<b>其他业务</b>						
收入 (百万元)	347	328.85	230	230	230	230
YOY		-5.2%	-29.9%	-0.2%	0.0%	0.0%
成本 (百万元)	32	32.23	74	74	74	74
YOY		-0.6%	129.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	90.66%	90.20%	67.87%	67.81%	67.81%	67.81%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.75 元、2.52 元、3.28 元, 未来三年归母净利润将保持 35%的复合增长率。给予公司 2018 年 30 倍估值, 对应目标价 75.6 元, 给予“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8304.00	10393.00	13296.12	16537.00	净利润	1949.70	2599.24	3730.19	4864.20
营业成本	3119.54	2962.51	3344.67	3698.34	折旧与摊销	157.93	127.22	132.79	136.26
营业税金及附加	844.64	1455.02	1861.46	2315.18	财务费用	-58.79	-64.70	-94.35	-125.57
销售费用	1539.28	2109.78	2725.71	3357.01	资产减值损失	0.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	543.88	654.76	864.25	1074.90	经营营运资本变动	664.23	-379.79	159.95	461.23
财务费用	-58.79	-64.70	-94.35	-125.57	其他	-88.50	-100.00	-250.00	-100.00
资产减值损失	0.52	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2625.09</b>	<b>2181.97</b>	<b>3678.58</b>	<b>5236.11</b>
投资收益	225.05	100.00	250.00	100.00	资本支出	-69.56	-40.00	-68.00	-42.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-166.89	100.00	250.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-236.46</b>	<b>60.00</b>	<b>182.00</b>	<b>58.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>2539.98</b>	<b>3375.63</b>	<b>4844.40</b>	<b>6317.14</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.10	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2529.88</b>	<b>3375.63</b>	<b>4844.40</b>	<b>6317.14</b>	股权融资	-0.74	3000.00	0.00	0.00
所得税	580.18	776.40	1114.21	1452.94	支付股利	-1121.80	-1927.74	-1284.99	-1844.09
净利润	1949.70	2599.24	3730.19	4864.20	其他	-46.88	-112.08	94.35	125.57
少数股东损益	21.95	29.27	42.00	54.77	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1169.42</b>	<b>960.17</b>	<b>-1190.63</b>	<b>-1718.52</b>
归属母公司股东净利润	1927.74	2569.97	3688.19	4809.43	<b>现金流量净额</b>	<b>1219.28</b>	<b>3202.14</b>	<b>2669.95</b>	<b>3575.60</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	4765.29	7967.43	10637.38	14212.97	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2267.60	3201.04	4040.29	4934.76	销售收入增长率	20.35%	25.16%	27.93%	24.37%
存货	2488.29	2363.03	2667.86	2949.96	营业利润增长率	31.36%	32.90%	43.51%	30.40%
其他流动资产	163.71	204.89	262.13	326.02	净利润增长率	25.73%	33.32%	43.51%	30.40%
长期股权投资	1712.15	1712.15	1712.15	1712.15	EBITDA 增长率	29.54%	30.28%	42.02%	29.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1362.66	1297.19	1256.91	1184.30	毛利率	62.43%	71.50%	74.84%	77.64%
无形资产和开发支出	235.28	213.53	189.02	167.37	三费率	24.38%	25.98%	26.29%	26.04%
其他非流动资产	679.06	679.06	679.06	679.06	净利率	23.48%	25.01%	28.05%	29.41%
<b>资产总计</b>	<b>13674.04</b>	<b>17638.33</b>	<b>21444.80</b>	<b>26166.59</b>	ROE	17.53%	17.78%	21.86%	24.22%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.26%	14.74%	17.39%	18.59%
应付和预收款项	1988.14	2512.79	3808.13	5462.74	ROIC	38.09%	50.49%	68.59%	90.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.78%	33.08%	36.72%	38.26%
其他负债	561.26	506.20	572.12	619.20	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2549.40</b>	<b>3018.98</b>	<b>4380.25</b>	<b>6081.94</b>	总资产周转率	0.62	0.66	0.68	0.69
股本	1402.25	1464.75	1464.75	1464.75	固定资产周转率	7.25	8.54	10.68	13.72
资本公积	651.34	3588.84	3588.84	3588.84	应收账款周转率	1029.95	1564.03	1364.96	1411.10
留存收益	8800.13	9442.36	11845.56	14810.89	存货周转率	1.17	1.22	1.33	1.32
归属母公司股东权益	11030.50	14495.95	16899.15	19864.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.08%	—	—	—
少数股东权益	94.13	123.40	165.40	220.17	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11124.63</b>	<b>14619.34</b>	<b>17064.55</b>	<b>20084.65</b>	资产负债率	18.64%	17.12%	20.43%	23.24%
负债和股东权益合计	13674.04	17638.33	21444.80	26166.59	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.93	4.68	4.10	3.74
					速动比率	2.92	3.88	3.48	3.25
					股利支付率	58.19%	75.01%	34.84%	38.34%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.32	1.75	2.52	3.28
					每股净资产	7.59	9.98	11.65	13.71
					每股经营现金	1.79	1.49	2.51	3.57
					每股股利	0.77	1.32	0.88	1.26
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2639.12	3438.15	4882.83	6327.83					
PE	40.13	30.10	20.97	16.08					
PB	6.95	5.29	4.53	3.85					
PS	9.32	7.44	5.82	4.68					
EV/EBITDA	26.00	19.98	13.52	9.87					
股息率	1.45%	2.49%	1.66%	2.38%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn