

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：010-64818395
 邮箱：penghl@avicsec.com

泸州老窖（000568）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

行业分类：食品饮料

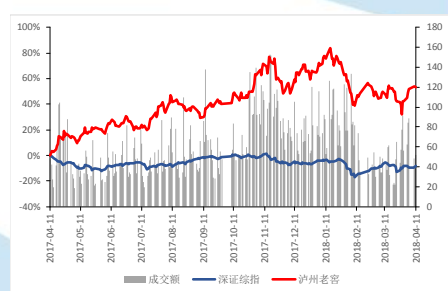
2018年4月11日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	73
当前股价（18.4.11）	61.16

基础数据

上证指数	3208.08
深证综指	1850.97
总股本（亿）	14.65
流通A股（亿）	14.02
流通A股市值（亿）	895.84
每股净资产（元）	10.36
ROE	16.86%
资产负债率	22.49%
动态市盈率	35.02
市净率	5.90

近一年公司与指数走势对比



资料来源：wind

2017年年度报告：

- 报告期内，公司实现营业收入103.95亿元，同比增长20.50%，完成计划的102.64%；归属于上市公司股东的净利润25.58亿元，同比增长30.69%，完成计划的101.15%。
- 全年各季度业绩均表现优异，增速较去年亦有所提升。分季度，17年Q1、Q2、Q3及Q4营收分别为26.70亿元、24.46亿元、21.64亿元及31.15亿元，较去年同期分别增长21%、19%、34%及29%，而2016年Q1、Q2、Q3及Q4营收分别较2015年同期增长16%、15%、22%及28%。17年各季度营收增速的进一步提升，表明了公司业绩在几年的时间持续改善的良好趋势。其中，17年Q4同期增速提升不如其它三个季度，主要原因在于春节的延后，导致部分销售额未计入报告期以及公司四季度对核心产品发货的控制。
- 产品分级战略明晰，高端产品持续发力，业绩贡献突出。高端酒方面，本年度，国窖1573贡献了营收46.48亿元，同比增加59.18%，毛利率高达90.36%，高出公司总体酒类销售毛利率18.63个百分点。17年高端酒占酒类营业收入比重为45.95%，较16年的36.17%进一步提升，符合公司集中资源，聚焦高端酒的战略。目前，国窖1573成功占据“浓香国酒”品牌高度，保持了量价齐升的好势头。公司成为行业内第一家出台年份酒标价的企业，进一步适应了老酒价值回归的消费趋势，极大地提升了国窖1573的品牌影响力。中端酒方面，特曲和窖龄酒本年度营收28.75亿元，同比增加3.02%，毛利率达75.14%。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。低端酒方面，2017年实现营收25.92亿元，毛利率34.53%，公司突出头曲、特曲“大众消费第一品牌”定位，未来随着大众市场的进一步开发，公司低端酒成长空间也将给公司业绩带来提升。
- 2018“冲刺年”，公司业绩有望再上一台阶。2015年以来，公司通过品牌分层战略和加强终端建设，辅以配额制、双轨制、年份定价等措施，有效提升了市场表现，走出了2014年大滑坡的阴霾，最终在2017年重回百亿销售规模。按照泸州市对泸州老窖的“十三五规划”，2020年要实现营收300亿元。2018年和2019年分别被公司确定为“冲刺年”和“搏命年”。我们认为，2018年，在公司鲜明的品牌推广战略和优秀的渠道拓展能力下，公司高端酒有望继续攻占高端市场，中低端酒有望持续发力，同时，公司的创新酒和养生酒有望借助市场向多元化方向发展的东风，为公司业绩做出更大的贡献。
- 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2.43元、3.14元和4.22元，对应的动态市盈率分别为25.13倍、19.5倍和14.5倍，考虑到公司良好的上升势头，18年给予30倍动态市盈率的目标价，对应73元，给予买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

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

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	13149.51	16831.37	22049.09	净利润	2602.02	3625.75	4673.96	6285.05
营业成本	2917.82	3484.62	4207.84	5181.54	折旧与摊销	169.40	285.20	297.36	312.24
营业税金及附加	1335.11	1337.84	1862.08	2504.86	财务费用	-106.90	-92.79	-102.48	-118.15
销售费用	2411.88	3051.03	3905.32	5115.97	资产减值损失	0.45	0.45	0.45	0.45
管理费用	569.45	720.36	922.06	1207.90	经营营运资本变动	1004.33	-349.64	-338.50	-472.83
财务费用	-106.90	-92.79	-102.48	-118.15	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	3330.36	4391.21	5867.78
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	4786.15	6175.23	8295.06	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	4784.66	6167.91	8293.96	股权融资	2954.68	0.00	0.00	0.00
所得税	831.69	1158.91	1493.95	2008.91	支付股利	-1346.16	-1786.24	-2489.00	-3208.58
净利润	2602.02	3625.75	4673.96	6285.05	其他	-282.16	-88.39	92.53	108.20
少数股东损益	44.08	61.42	79.18	106.47	筹资性现金流净额	1326.35	-1874.62	-2396.47	-3100.38
归属母公司股东净利润	2557.94	3564.32	4594.78	6178.58	现金流量净额	3623.17	688.34	1259.22	2016.77
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	9137.96	10397.18	12413.94	成长能力				
应收和预付款项	2919.84	3679.60	4692.77	6125.10	销售收入增长率	25.18%	26.50%	28.00%	31.00%
存货	2811.87	3358.09	4055.05	4993.39	营业利润增长率	34.97%	39.61%	29.02%	34.33%
其他流动资产	87.40	110.57	141.52	185.40	净利润增长率	33.46%	39.34%	28.91%	34.47%
长期股权投资	1824.89	1957.29	2089.69	2222.09	EBITDA 增长率	32.27%	42.62%	27.95%	33.27%
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%	73.50%	75.00%	76.50%
无形资产和开发支出	231.04	189.93	148.82	107.72	三费率	27.65%	27.98%	28.07%	28.15%
其他非流动资产	733.94	807.10	849.37	906.14	净利率	25.03%	27.57%	27.77%	28.50%
资产总计	19755.76	22393.61	25971.21	30979.45	ROE	16.99%	21.35%	24.39%	28.26%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.17%	16.19%	18.00%	20.29%
应付和预收款项	3824.03	4775.26	6036.33	7808.02	ROIC	45.44%	55.08%	59.74%	67.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.58%	37.86%	37.85%	38.50%
其他负债	619.13	637.47	769.05	929.13	营运能力				
负债合计	4443.17	5412.73	6805.38	8737.15	总资产周转率	0.62	0.62	0.70	0.77
股本	1464.75	1464.75	1464.75	1464.75	固定资产周转率	9.01	12.35	17.86	26.40
资本公积	3543.52	3543.52	3543.52	3543.52	应收账款周转率	1745.93	1449.78	1457.32	1472.10
留存收益	9991.95	11770.04	13875.81	16845.81	存货周转率	1.10	1.13	1.14	1.15
归属母公司股东权益	15171.45	16778.31	18884.09	21854.08	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	202.57	281.75	388.22	资本结构				
股东权益合计	15312.59	16980.88	19165.83	22242.30	资产负债率	22.49%	24.17%	26.20%	28.20%
负债和股东权益合计	19755.76	22393.61	25971.21	30979.45	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.27	3.05	2.86	2.73
					速动比率	2.62	2.42	2.26	2.15
					股利支付率	52.63%	50.11%	54.17%	51.93%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	3490.71	4978.57	6370.12	8489.16	每股收益	1.75	2.43	3.14	4.22
PE	35.02	25.13	19.50	14.50	每股净资产	10.45	11.59	13.08	15.19
PB	5.85	5.28	4.67	4.03	每股经营现金	2.522	2.274	2.998	4.006
PS	8.62	6.81	5.32	4.06	每股股利	0.919	1.219	1.699	2.191
EV/EBITDA	23.033	15.996	12.298	8.984					
股息率	0.015	0.020	0.028	0.036					

资料来源：wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

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根据的研究或分析。