

# 营收稳步增长，毛利率持续提升

## ——泸州老窖（000568）2018 一季度财报点评

2018年04月26日

推荐/维持

泸州老窖

财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017
范垄基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn	010-66554025

### 事件：

2018 年一季度公司营业收入 33.70 亿元，同比增长 26.20%，实现归属于母公司所有者的净利润 12.11 亿元，同比增长 51.86%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 10.53 亿元，同比增长 32.39%，EPS 为 0.83 元/股。

### 公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	1632.84	2709.49	2670.36	2445.65	2164.01	3114.84	3369.97
增长率（%）	23.93%	43.62%	20.34%	18.42%	32.53%	14.96%	26.20%
毛利率（%）	69.40%	58.61%	70.25%	66.72%	81.25%	70.98%	74.67%
期间费用率（%）	28.03%	29.95%	21.27%	21.69%	33.12%	34.01%	20.89%
营业利润率（%）	31.25%	19.55%	41.28%	34.95%	34.41%	23.33%	48.81%
净利润（百万元）	401.21	432.84	821.83	687.49	542.10	550.60	1263.72
增长率（%）	22.97%	162.74%	33.81%	29.49%	35.12%	27.21%	53.77%
每股盈利（季度，元）	0.28	0.33	0.57	0.48	0.36	0.38	0.83
资产负债率（%）	19.08%	20.49%	16.51%	18.19%	17.70%	22.49%	17.78%
净资产收益率（%）	3.74%	3.90%	6.89%	6.09%	3.67%	3.60%	7.63%
总资产收益率（%）	3.02%	3.10%	5.75%	4.99%	3.02%	2.79%	6.27%

### 观点：

- 2018开门红，营收增长初步完成年初制定目标，毛利率持续提升。**2018年一季度，公司继续保持上季度营收增长的态势，同比增长26.20%，增长率略超2018年年初制定的全年平均增长25%的目标。同时，公司归母净利润实现51.86%的增速。本期内公司投资收益增加1.55亿元，大幅增长，主要是被投资单位华西证券上市所致。扣除这部分收益之后，公司归母净利润依然实现32.39%的增长，足以表明公司的盈利能力正在逐渐增强，实现开门红。费用方面，本季度公司继续加大广告宣传和市场促销（产品陈列，市场开发等）的力度，导致广告宣传费及市场拓展费用增加，销售费用增长38.66%；另外受本期存款利息收入增加的影响，公司财务费用较大幅度减少。随着中高端酒占比持续提高，带动公司毛利率持续提升，18Q1毛利率达74.67%较17年提升2.74pct。

- **聚焦五大单品, 发展中高端市场, 产品端优势更加突出。**2017年公司顺利推进产品结构升级, 产品逐渐向中高端市场倾斜, 营收占比高中低三挡产品依次下降, 高档酒占比达到44.72%。52度国窖1573在上一年度经历4次提价之后, 目前公司要求团购价不低于840元, 批价在820左右。公司未来会对1573采取持续挺价的策略, 同时销量依然保持着较高速度增长, 全年1573有望实现营收50%左右的增长。2018年, 特曲和窖龄成为本年度公司重点投入和发力的次高端产品, 目前已经形成了特曲系列齐头并进的良好势头, 特曲有望在消费升级的背景下实现稳步增长; 另外窖龄酒坚持“商务精英第一用酒”的定位, 窖龄60年成为今年公司发展的重点。此外, 经过前几年产品结构的调整, 低端酒在2017年基本结束了主动调整的过程, 未来维持个位数增长, 蓝海空间大。未来公司的产品结构更加优化, 不同段位产品面对不同的消费群体, 产品品牌更加深入人心, 产品端优势更加突出, 有助于公司盈利。
- **推进“大品牌战略”, 强化规划落地, 重回白酒行业“前三甲”。**2017年公司通过对五大单品团购客户大招商, 加强了终端的维护能力, 提升了服务核心消费群体的能力。2018年, 公司将在上年度基础上继续扩展渠道和终端, 同时稳步推进海外市场布局。此外, 公司将坚定不移的推进“大品牌战略”, 继续打造高端品牌、策划高端宣传, 一季度公司在宣传和促销上的投入已经表明了公司今年品牌推广的决心。按照公司拟定的计划, 公司今年将会在扩大市场规模、销售规模、消费者规模, 推动管理、科技、营销、产品创新, 同时还要提高在生产、销售、管理等多方面的效能。公司已经进入全速冲刺的关键时期, 如果公司能够强化各项规划落地, 推进公司向“浓香第一”、“白酒前三”、“行业标杆”的发展目标更进一步。

## 结论:

预计公司2018年会在保证1573高增长的同时加大对腰部产品窖龄和特曲的投入, 占领次高端价位, 伴随公司产品市场份额不断扩大和渠道深耕进一步发力, 公司业绩有望持续提升。预计公司2018-2020年归属上市公司的净利润分别为: 34.74亿元、44.69亿元和57.04亿元, 对应EPS分别为2.37元、3.04元和3.88元, 给予公司2018年30倍估值, 对应目标价71.2元。维持公司“推荐”投资评级。

。

**风险提示:** 食品安全的风险、白酒政策的风险、价格下行的风险

**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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	9685	14269	17028	20544	24787	<b>营业收入</b>	8304	10395	13243	16114	19672
货币资金	4765	8450	10593	12973	15798	<b>营业成本</b>	3120	2918	3344	3811	4403
应收账款	4	8	7	9	11	营业税金及附加	845	1335	1599	1926	2328
其他应收款	220	221	282	343	419	营业费用	1539	2412	3103	3739	4518
预付款项	92	198	198	198	198	管理费用	544	569	711	856	1025
存货	2488	2812	2840	3237	3739	财务费用	-59	-107	-96	-119	-144
其他流动资产	153	73	-13	-13	-13	资产减值损失	0.52	0.45	95.00	80.00	70.00
<b>非流动资产合计</b>	3989	5487	4819	4474	4128	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1712	1825	1825	1825	1825	投资净收益	225.05	138.32	110.00	90.00	70.00
固定资产	1179	1130	2375	2053	1730	<b>营业利润</b>	2540	3428	4596	5911	7543
无形资产	235	231	208	185	162	营业外收入	41.76	25.89	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	51.86	20.38	8.00	6.00	5.00
<b>资产总计</b>	13674	19756	21767	24937	28835	<b>利润总额</b>	2530	3434	4597	5914	7547
<b>流动负债合计</b>	2463	4367	5062	6289	7610	所得税	580	832	1123	1444	1843
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1950	2602	3474	4469	5704
应付账款	485	741	641	731	844	少数股东损益	22	44	0	10	20
预收款项	1071	1957	2752	3719	4899	归属母公司净利润	1928	2558	3474	4459	5684
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	2866	3713	4845	6137	7744
<b>非流动负债合计</b>	86	76	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	1.38	1.80	2.37	3.04	3.88
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	2549	4443	5062	6289	7610	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	94	141	141	151	171	营业收入增长	20.35%	25.18%	27.40%	21.69%	22.08%
实收资本(或股本)	1402	1465	1465	1465	1465	营业利润增长	31.36%	34.97%	34.06%	28.61%	27.62%
资本公积	651	3544	3544	3544	3544	归属于母公司净利润	35.81%	32.69%	35.81%	28.36%	27.46%
未分配利润	7398	8527	8006	7337	6485	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	11031	15171	16564	18570	21128	毛利率(%)	62.43%	71.93%	74.74%	76.35%	77.62%
<b>负债和所有者权</b>	13674	19756	21767	24937	28835	净利率(%)	23.48%	25.03%	26.23%	27.74%	28.99%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元					<b>ROE(%)</b>					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	14.10%	12.95%	15.96%	17.88%	19.71%	
<b>经营活动现金流</b>	2625	3693	3718	4777	5807	<b>偿债能力</b>					
净利润	1950	2602	3474	4469	5704	资产负债率(%)	19%	22%	23%	25%	26%
折旧摊销	384.91	392.14	0.00	345.35	345.35	流动比率	3.93	3.27	3.36	3.27	3.26
财务费用	-59	-107	-96	-119	-144	速动比率	2.92	2.62	2.80	2.75	2.77
应收账款减少	0	0	1	-2	-2	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	795	967	1180	总资产周转率	0.62	0.62	0.64	0.69	0.73
<b>投资活动现金流</b>	-236	-1396	352	10	0	应收账款周转率	1030	1746	1735	2004	2006
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	20.59	16.96	19.16	23.48	24.98
长期股权投资减少	0	0	323	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	225	138	110	90	70	每股收益(最新摊薄)	1.38	1.80	2.37	3.04	3.88
<b>筹资活动现金流</b>	-1169	1326	-1815	-2334	-2982	每股净现金流(最新)	0.87	2.47	1.54	1.67	1.93
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.87	10.36	11.31	12.68	14.42
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	63	0	0	0	P/E	43.73	33.44	25.35	19.75	15.50
资本公积增加	-1	2892	0	0	0	P/B	7.64	5.81	5.32	4.74	4.17
<b>现金净增加额</b>	1219	3623	2255	2453	2825	EV/EBITDA	27.76	21.44	15.99	12.24	9.33

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员, 拥有买方、卖方双重工作经验, 曾就职于天风证券研究所, 东方基金, 泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位, 本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所, 负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

### 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法律责任。

## 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。